



有色金属价格小幅反弹 政策刺激需求修复仍待验证

有色金属及产业链月报（2024年10月）

证券分析师：张季恺 执业证书编号：S0630521110001

证券分析师：谢建斌 执业证书编号：S0630522020001

联系人：陈伟业 邮箱：cwy@longone.com.cn

2024年10月14日



目 录

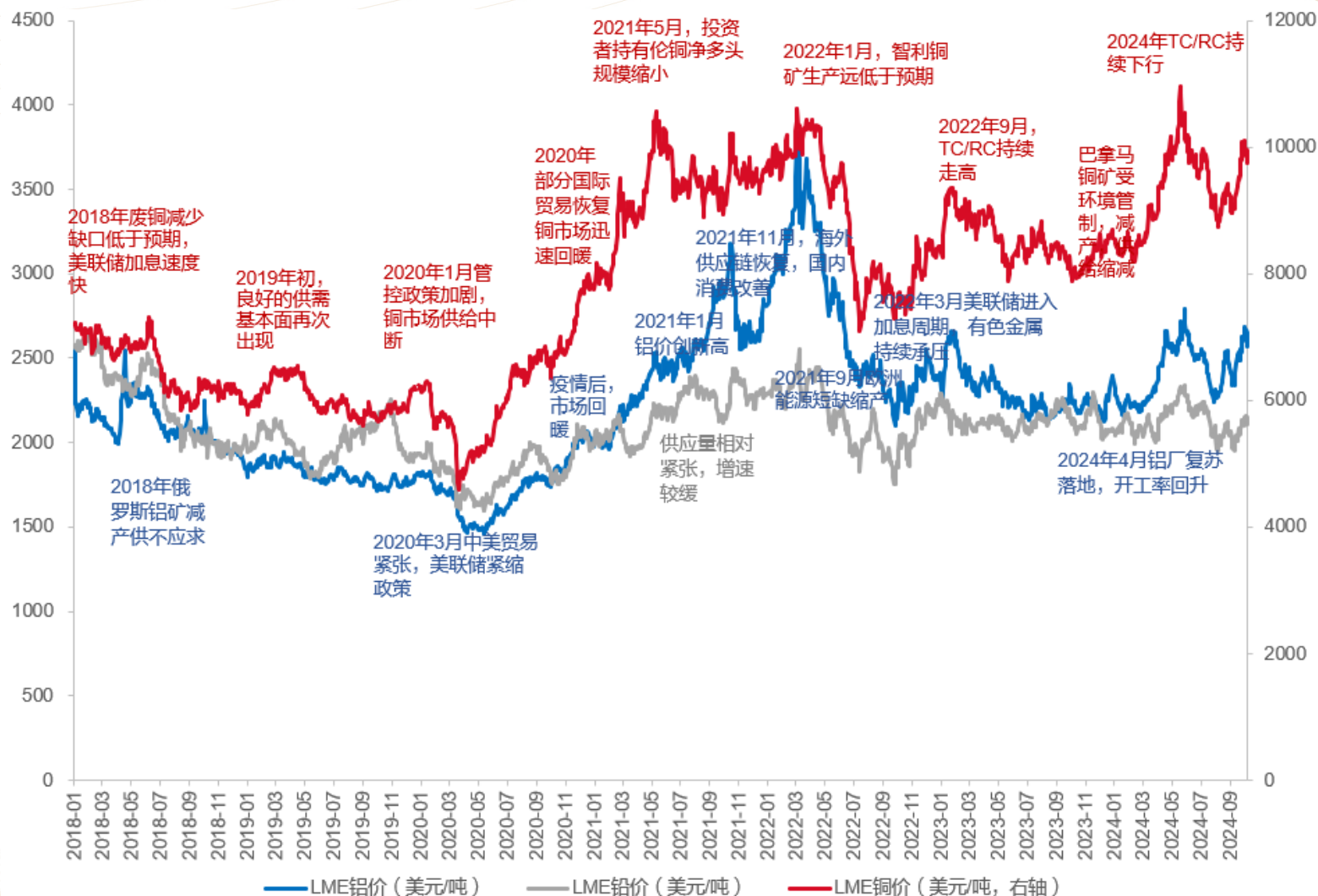
- 一、金属价格回顾与展望**
- 二、商品、供需及生产**
- 三、金属产业链**
- 四、结论与投资建议**
- 五、风险提示**

金属铜价格影响因素及预测

指标	未来展望	铜价影响
铜价判断预测	LME铜价在承受2024上半年TC/RC下行压低价格后，仍处于较高位置。全球以中国为代表的主要金属铜消费国需求持续增长，供应链不断修复恢复。伴随未来美联储存在回调放松货币政策的可能，美元预计走弱，铜价有望支撑。预计铜价在9000-10000美元/吨间震荡。	
铜矿供应情况	2022年南美铜矿品位下滑，造成减产；巴拿马矿区供应中断；2023年刚果、秘鲁、智利铜矿产量回升；2024年秘鲁计划继续提升铜矿产量，全球铜市场产能初步过剩。	--
宏观需求	2023年中国铜矿进口总量较2022年下降2%，2024年上半年进口量略有回升，全球各地铜矿需求增速大多回暖。	+
经济周期	美联储降息超预期，美元指数持续震荡，中美PMI持续在荣枯线以下震荡。	-
通货膨胀和消费指数	2024年9月美国CPI指数环比增长0.2%，中国CPI指数同比下滑0.4%，跌幅较为明显。	-
地缘经济政治	俄乌冲突、中东冲突仍在持续，中美贸易竞争继续，全球紧张局势并未缓解	+
矿区变化	美国Robinson矿区向含铜量更高的区域转移开采，预计增产；刚果Kamoa-Kakula铜矿项目在持续扩展，产能进一步释放。	++
冶炼精炼水平	2023年中国生产电解铜总量为1151万吨，同比增加9%，2024年上半年产量增幅为4%，增速放缓。	-
全球库存水平	2023年全球铜库存约为74.1万吨，同比下降31.6%，预计2024年稍有回升；2024年以来全球电解铜库存除5月外持续下滑，金属铜供给情况较为紧张。	+
下游需求	中国下游需求依旧是以电气设备为主，交通生产方面需求增速缓慢，美国主要是以楼房建造和设备为主要下游需求，需求增速减慢。	-
其他重点金属	LME铝价和铅价格，均在经历了2021年的上涨后震荡下跌，目前仍处于高价位。预计短期内铝价在2000-2500美元/吨之间，铅价在2000美元/吨左右。	+

2018年以来的国际铜、铝、铅价格走势

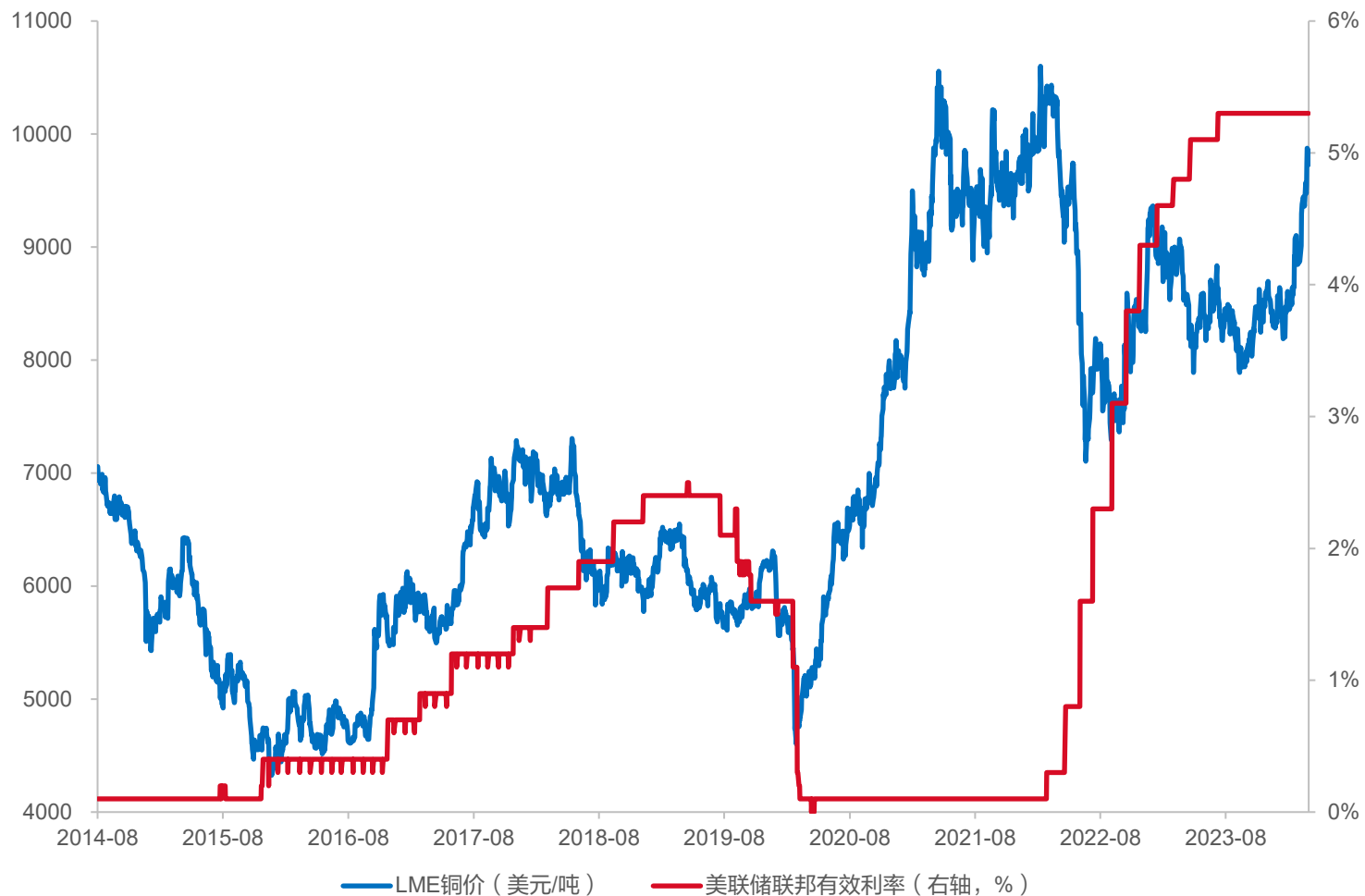
- 2020-2021年，有色金属因全球范围内疫情爆发导致的贸易和供给中断，基本均经历下跌到上涨的波动趋势。
- 2021年后，在金属市场回暖后，全球铜、铝行业出现部分原矿产量未达预期或因环境和矿山品位问题被迫减产停产。
- 2022年开始，美联储进入加息周期，宏观调整使财政紧缩预期加剧，有色金属不断承压。金属价格处于震荡波动周期。
- 2024年后，全球经济活动变暖，供给端紧缺的问题逐步改善，金属价格持续回升。
- 2024年9月后美联超预期加息后，金属价格短期回暖。



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

美联储基金有效利率和铜价变化趋势负相关

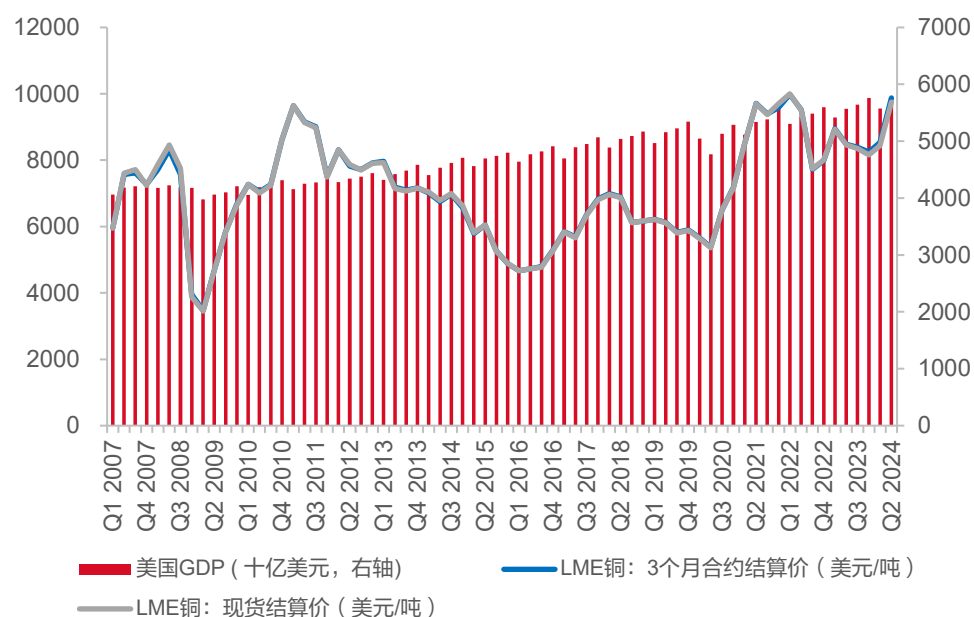
- 2014-2020年，LME铜价相对平稳，震荡波动。美联储联邦利率缓慢上升，相关性并不明显。
- 2020-2021年末，铜价由于全球范围内的贸易中断和多种影响叠加，价格飙升，美联储联邦利率处于低位。
- 2022-2024年中，铜价回调下跌，与此同时，美联储联邦利率经过多轮加息处于历史高位。
- 总体而言，在历史价格利率波动中美联储联邦利率和铜价变化几乎呈现高度的负相关性。



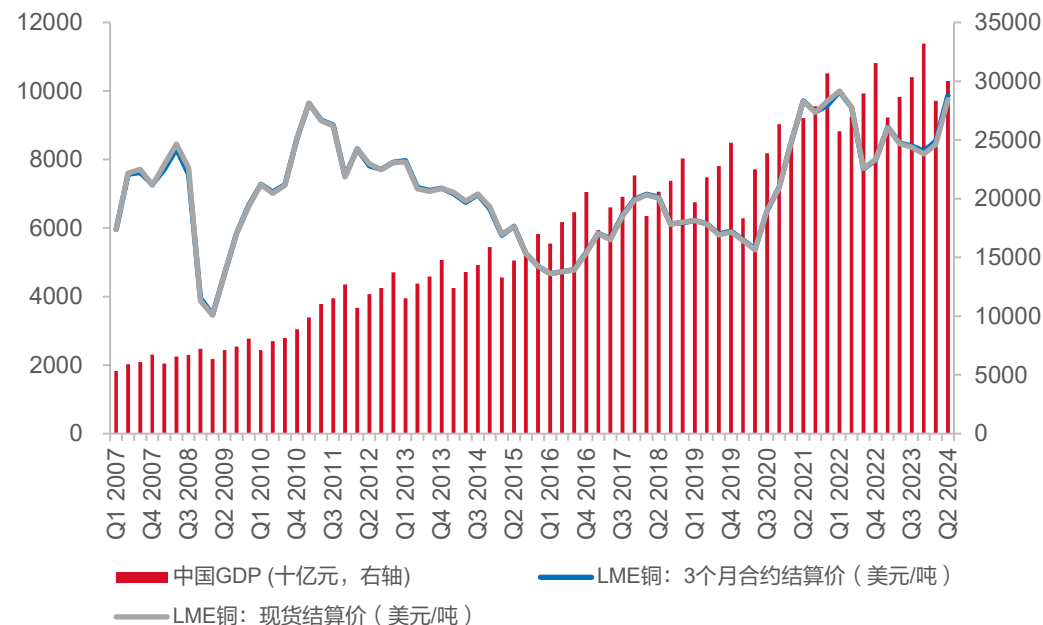
美国GDP增速变化方向和国际铜价正相关程度较高

- 至2024年第二季度，美国GDP变化方向和国际铜价相关度相对较高，在重要的变化节点，出现了类似的变化趋势。2019年末美国GDP经历了下滑到回升的较大变化，与国际铜价变化方向相似。
- 近年来，国内GDP变化趋势与国际铜价相关程度变高，尤其在2019年后，变化方向几乎一致，我国对于铜金属的高需求，加强了对价格的影响力。

美国GDP和伦铜价格变化



国内GDP和伦铜价格变化



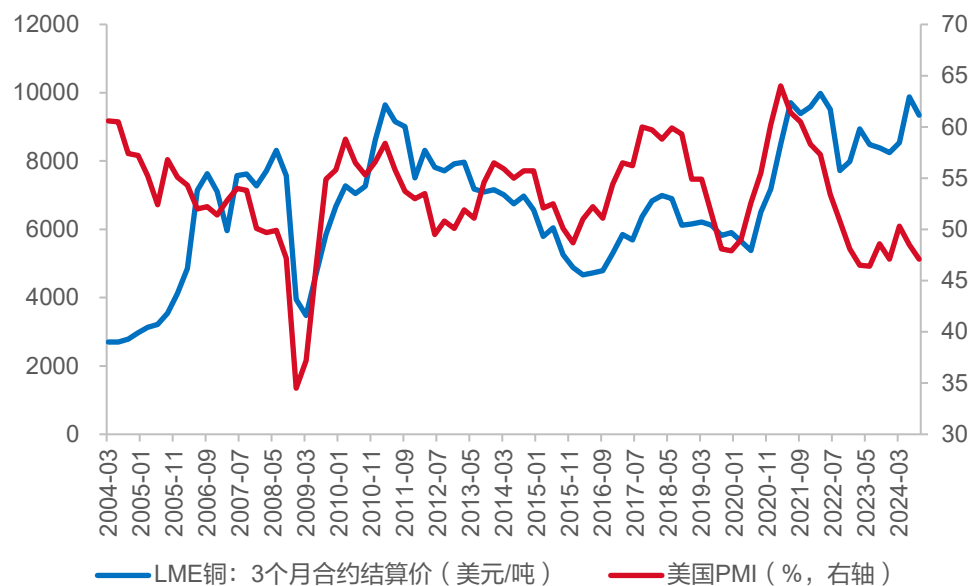
资料来源：彭博数据，东海证券研究所

资料来源：彭博数据，东海证券研究所

美国PMI等宏观消费指数和铜价变化相关度高

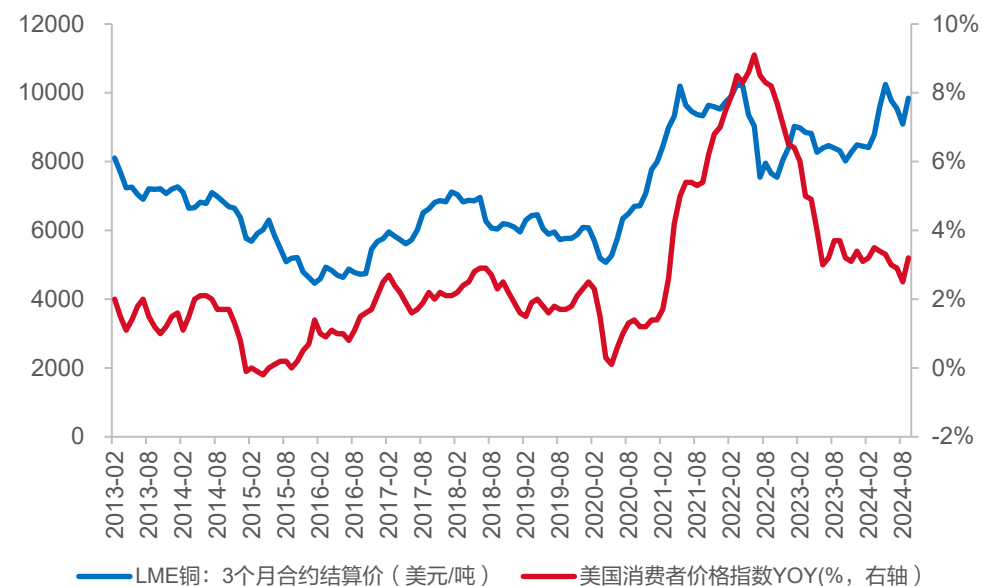
- 美国制造业PMI指数相对同步与铜价变化，国内PMI指数略领先于铜价变化，趋势大体一致。第三季度美国PMI指数环比下降2.9%，铜价下滑5.4%。
- 近年来，美国消费者价格指数变化率和消费者信心指数与国际铜价相关度增强。但在2023年后出现了部分负相关变化趋势。

美国PMI和铜价格变化



资料来源：钢联数据，彭博数据，东海证券研究所

美国消费者价格指数YoY和铜价变化



资料来源：钢联数据，彭博数据，东海证券研究所

2024年，全球有色金属大事记

- 4月，印度和巴西等国家地区计划2024年增加铁矿石产量，全球钢铁生产预计将上升，推动铁矿石市场的增长。
- 5月，秘鲁和智利计划持续增产铜矿，Las Bambas和Southern Copper等矿区的产量预计持续提升。中国、美国和印尼计划通过新冶炼厂和产能扩展来增加精炼铜产量。
- 8月，中国金属铅行业下游终端铅蓄电池库存大量增加的情况改善，但加工费仍处于下行区间，再生铅企业亏损短期内恐难改善。同期中国铅酸蓄电池产品出口表现较好。
- 2024上半年锌价和锌精矿加工费持续走低，仍处于低位，中国锌精矿产量进一步下降。因多处矿山因盈利压力减产停产，锌矿品位下降，总体产量扩张不及预期等多个因素扰动，全球锌矿石供应处于收缩阶段。
- 2024上半年，英美资源集团铜矿产量预计下滑，El Soldado和Quellaveco计划降低产量。
- 8月几内亚由于季节性问题，铝矿山开采和生产能力下滑，预计将在第三季度减少氧化铝生产。
- 9月，自由港Cerro Verde矿山与工会的谈判尚未完成，或将影响全球铜矿供应。
- 9月美联储超预期降息50bp，年内或将继续降息100bp（市场预期50bp）。

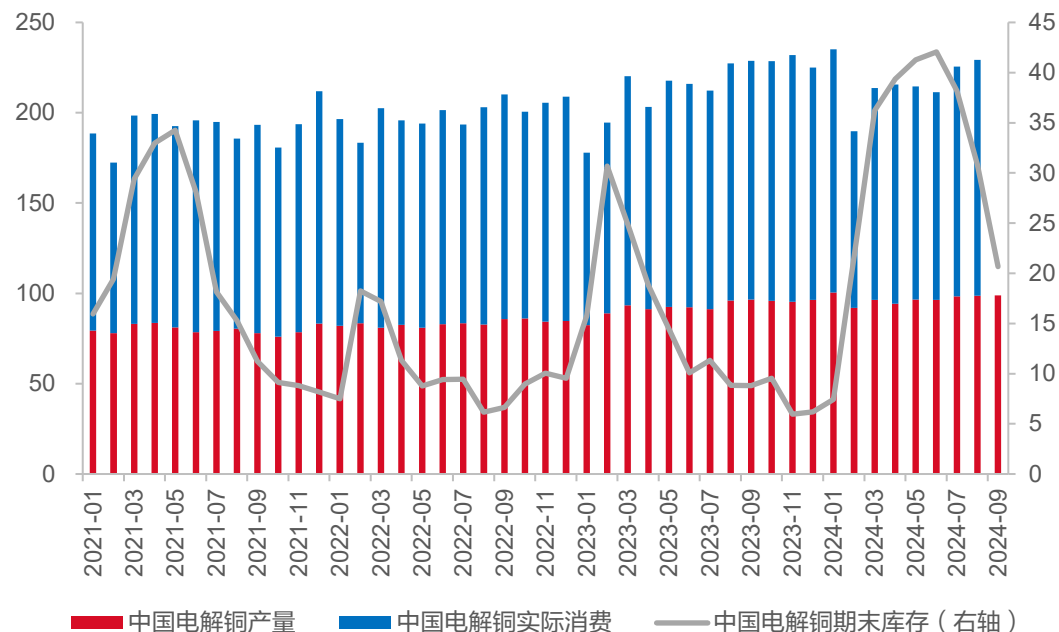
目 录

- 一、金属价格回顾与展望
- 二、商品、供需及生产**
- 三、金属产业链
- 四、结论与投资建议
- 五、风险提示

金属铜供需基本面：国内铜供需及全球消费库存

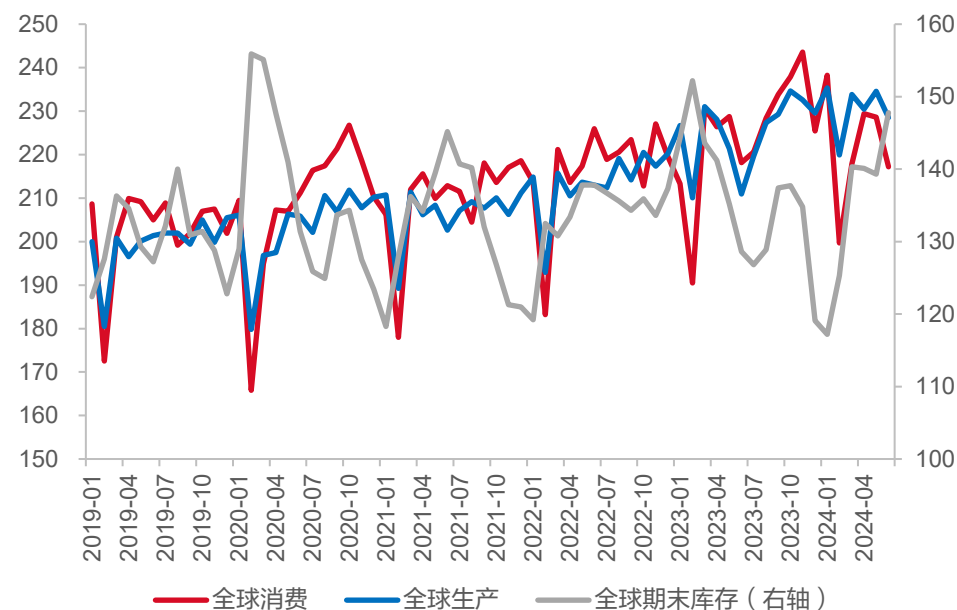
- 2024年9月，我国电解铜当月期末库存约为20.67万吨，2024年上半年库存较去年同比增加63.8%，整体库存量上升，电解铜供应情况趋于稳定。9月我国电解铜产量为98.81万吨，环比上涨0.2%，上半年产量同比增加6.5%，产量基本稳定。
- 至2024年7月，全球电解铜期末库存为159.8万吨，环比增加3.5%。2022年前，全球电解铜消费量大于产量，存在供给缺口，供不应求，2023年全球电解铜产量约为2701万吨，消费量约为2697万吨，供需紧张局面改善，产能出现过剩现象。

国内铜矿供需及电解铜消费和库存量（万吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

全球电解铜产量消费及库存（万吨）

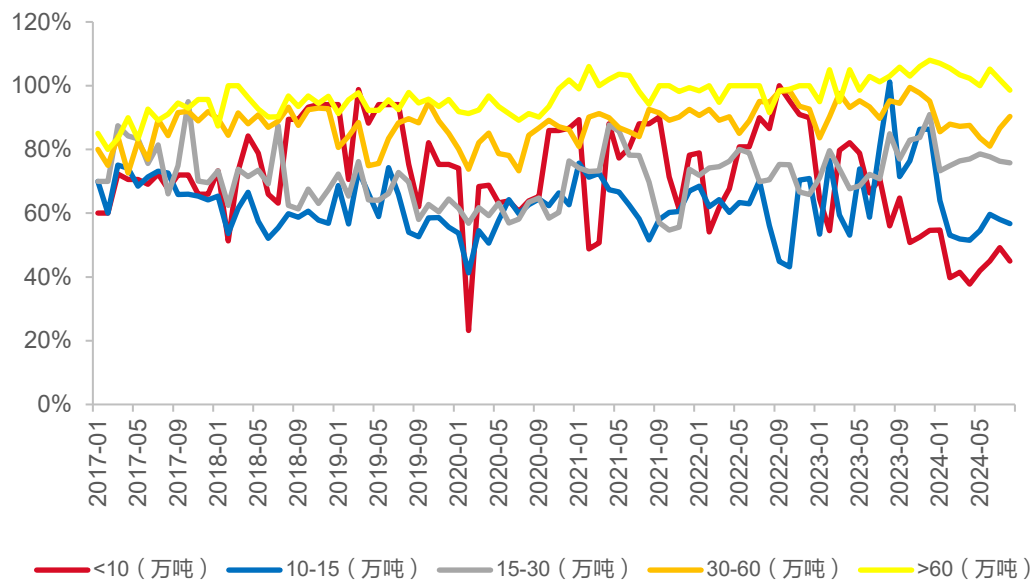


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

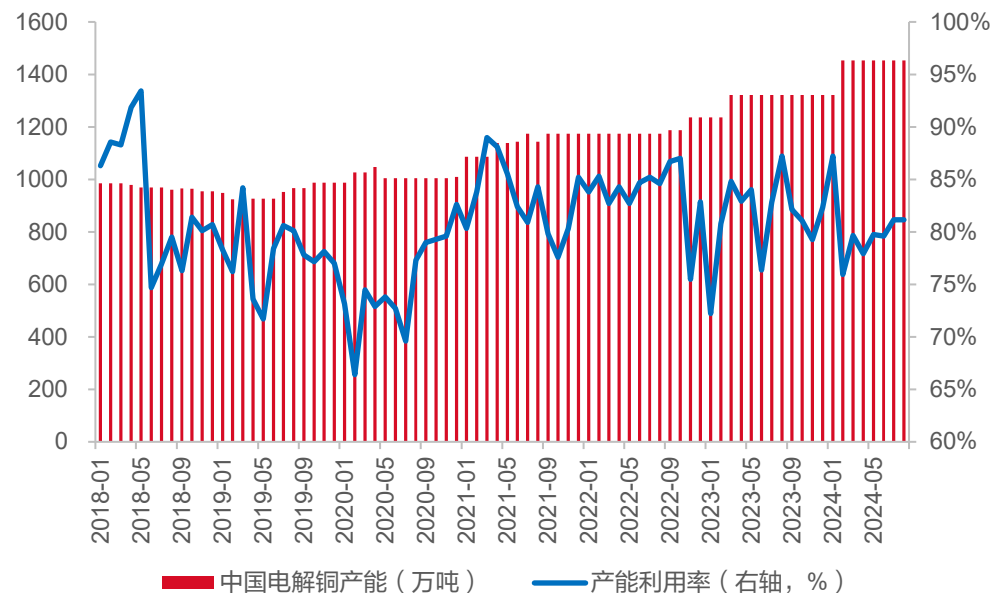
金属铜供需基本面：炼厂开工及产能利用

- 2024年8月，我国月产能60万吨以上的铜加工企业平均开工率在99%，环比下降3个百分点。我国金属铜冶炼行业开工率和产能呈现正比关系，月产能10万吨以下的开工率仅为45%。
- 8月份，我国电解铜产能为1453万吨，较去年同期增加9.9%，较2018年同期增长51.2%。我国电解铜产能利用率目前为81%，整体产能利用率较上个月无明显变化。

国内铜加工开工率（%）



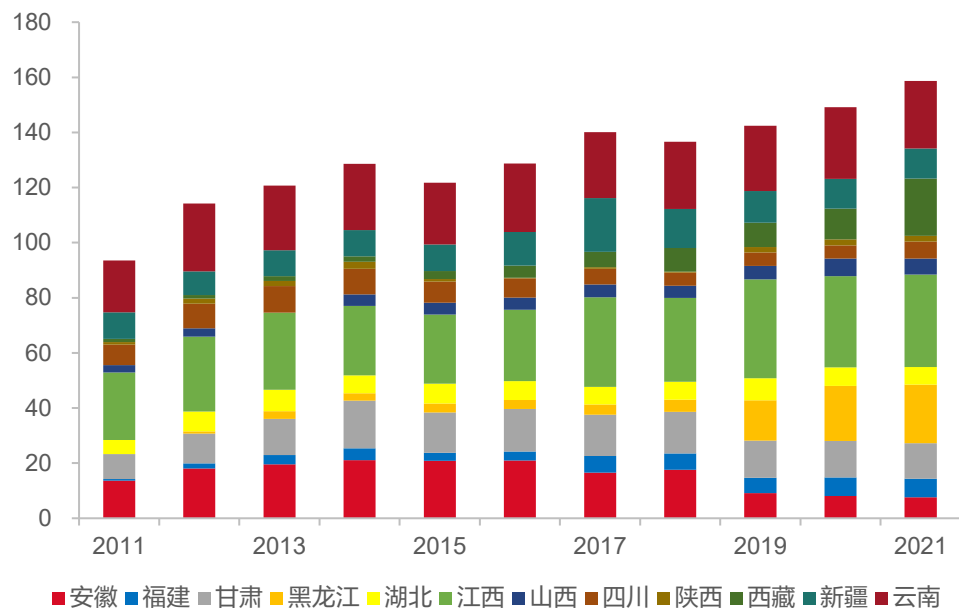
国内电解铜产能和产能利用率（万吨，%）



金属铜供需基本面：国内铜资源相对集中，精炼水平较为平均

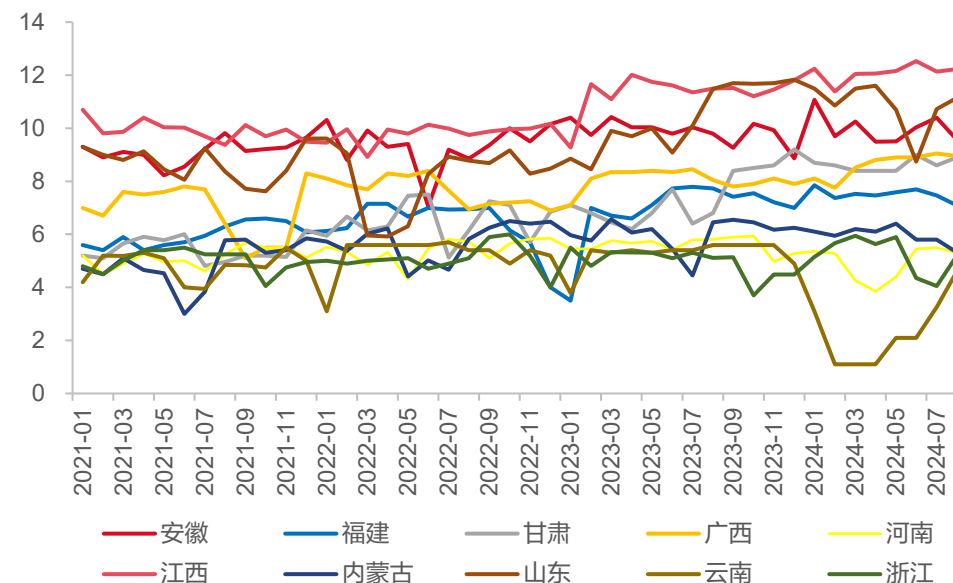
- 至2021年，我国铜矿最主要产地是江西、黑龙江、云南、西藏等省份，大多出自国内重点大型矿山持股公司。
- 至2024年8月，我国电解铜产量分布较为集中，多数省份均有冶炼能力，其中江西省产量最高位12.23万吨，山东和安徽产量均超10万吨/月。山东、云南、浙江电解铜产量增幅较明显。

国内重点省份铜精矿产量（万吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内个省份电解铜产量（万吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

金属铜供需基本面：主要产品价格

- 2024年9月30日国内铜精矿20%和23%现货价格分别为14047元/千吨和16583元/千吨，较8月同比分别上升2.5%和2.4%。9月电解铜价格略有下跌但仍在70000元/吨以上的高位。
- 2024年9月30日，国内主营铜产品价格均上调。黄铜带价格已上涨至61546元/吨，紫铜管价格为82600元/吨，较上月分别同比上升4.9%和5.3%，低氧铜杆价格也同比上涨5.5%至79698元/吨。

铜精矿和电解铜价格（元/千吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内铜产品价格（元/吨）

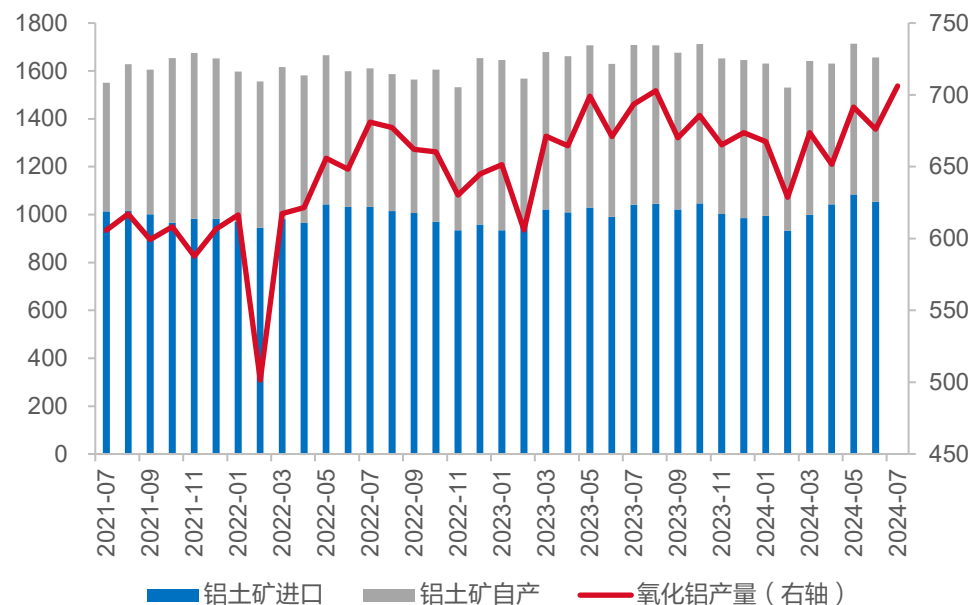


资料来源：Wind，东海证券研究所

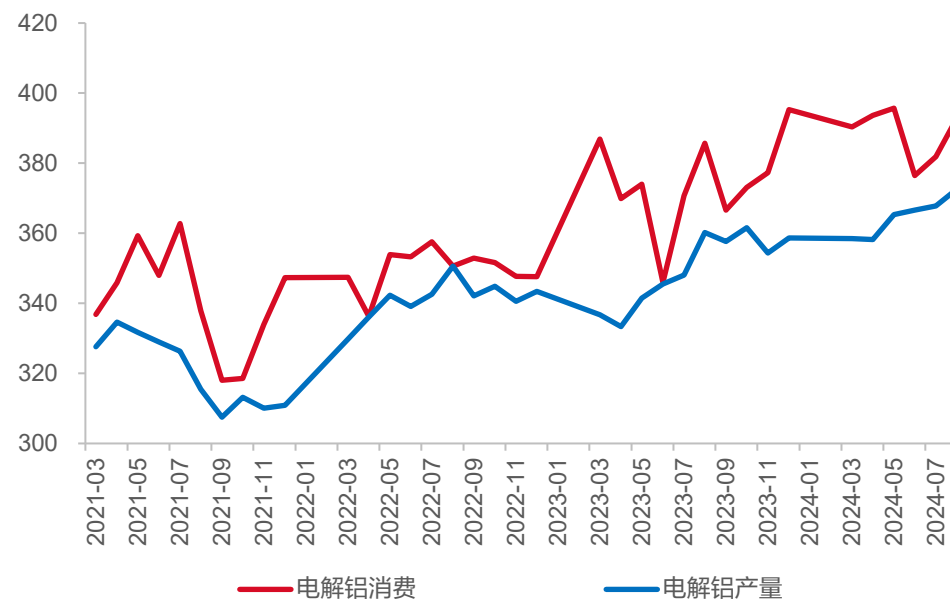
金属铝供需基本面：国内铝供需及消费库存

- 2024年8月我国冶金级氧化铝产量约为700万吨，同比下降0.4%。今年7个月总产量较去年同期增幅不到1%，铝矿生产维持稳定。2024上半年铝土矿进口比例持续扩大，我国铝矿资源依赖进口的现状暂未改变。
- 8月我国电解铝产量为372.6万吨，消费量约为392.9万吨，同比分别上升3.4%和1.9%。上半年，工业电解铝产量同比增速快于消费水平，缺口进一步缩小，电解铝需求缺口缩减。

国内铝矿进口与产量（万吨）



国内电解铝产量及消费（万吨）



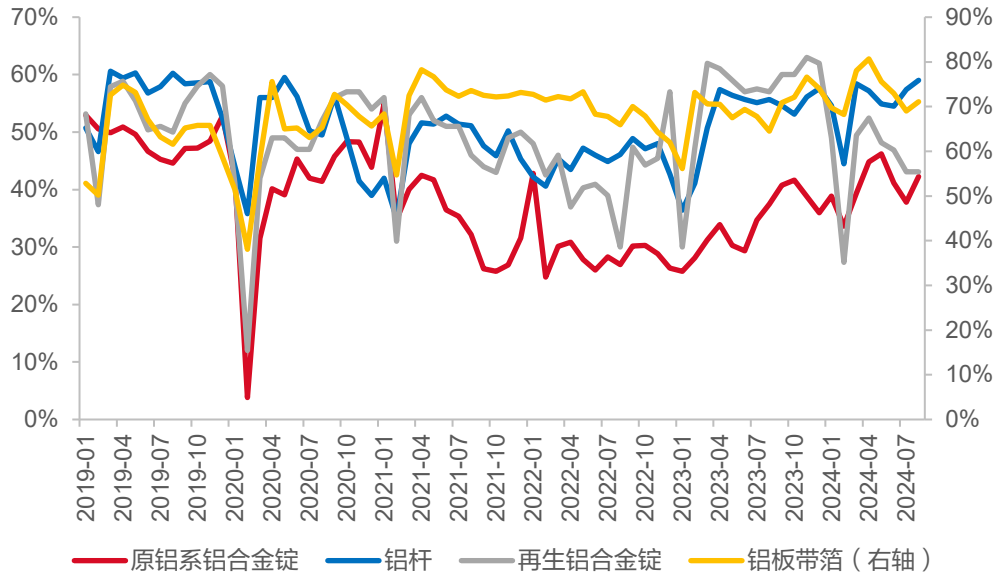
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

资料来源：钢联数据，东海证券研究所

金属铝供需基本面：炼厂开工及产能利用

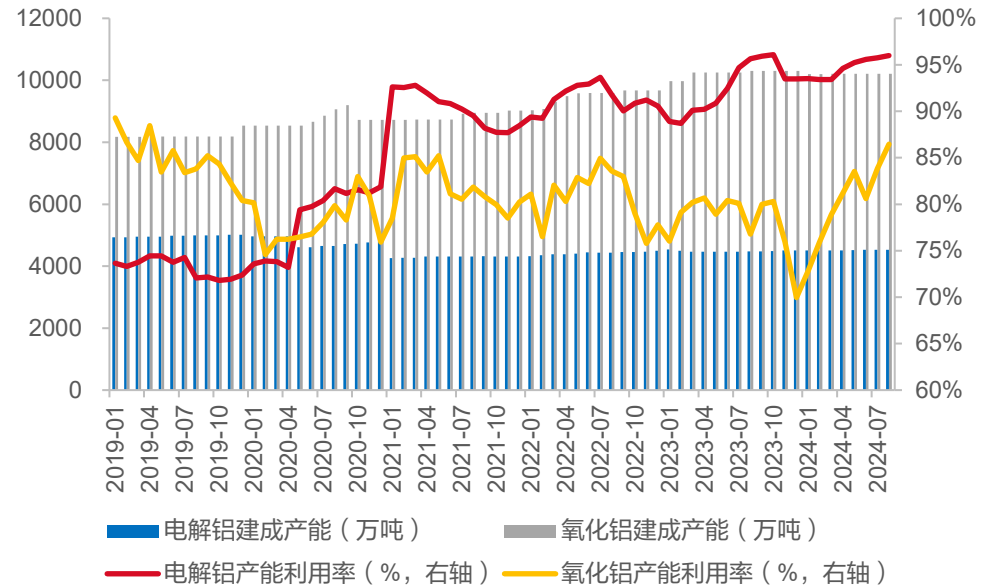
- 2024年8月，我国原铝合金冶炼开工率约为42%，铝杆和再生铝合金开工率分别为59%和43%。开工率情况较7月环比均有上升，其中原铝系铝合金锭开工率增幅最为明显，增长近4个百分点。主要原因是电解铝和铝棒等制品的运行产能增加。
- 8月，我国氧化铝产能约为10210万吨，产能利用率为86%，较2024年1月增长14个百分点。截至今年8月，电解铝建成产能为4529万吨，产能利用率为96%，持续维持高位。

国内铝产品开工率 (%)



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内冶炼铝产能和产能利用率

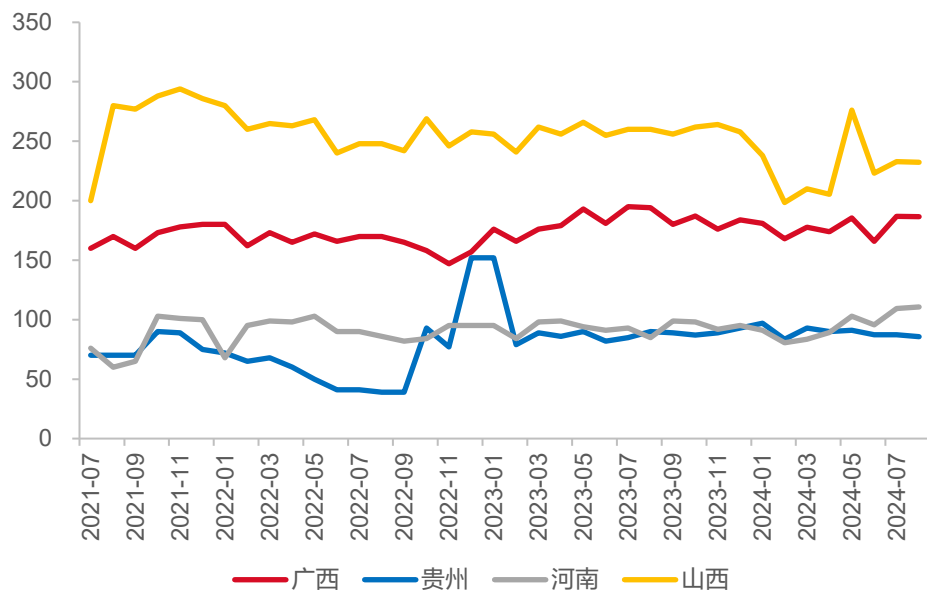


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

金属铝供需基本面：铝土矿生产省份较少，电解铝产量较为分散

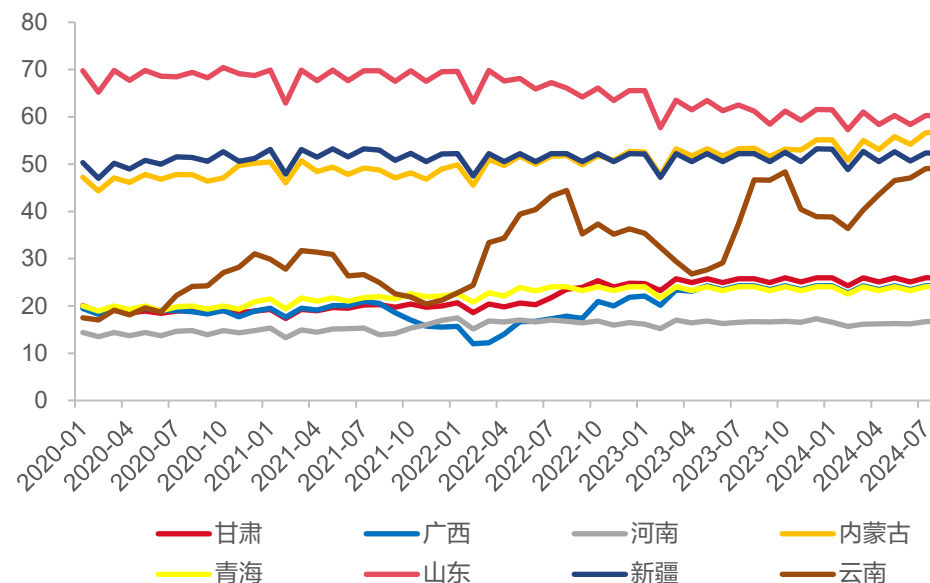
- 2024年8月，我国铝土矿产量最大的省份是山西省，产量为232.4万吨，我国铝土矿主要生产集中在山西、河南、贵州、广西，其余省份产量较低。除河南省外其余三省铝土矿产量均出现下滑，其中山西产量同比下降10.6%。
- 8月，我国电解铝产量分布较为分散，多个省份月产量超20万吨，山东、新疆、内蒙等省份月产量已超50万吨。各重点生产省份8月产量环比增幅均小于1%，产量总体变化不大。

国内主要铝土矿权益生产省份（万吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

我国电解铝主要省份产量（万吨）

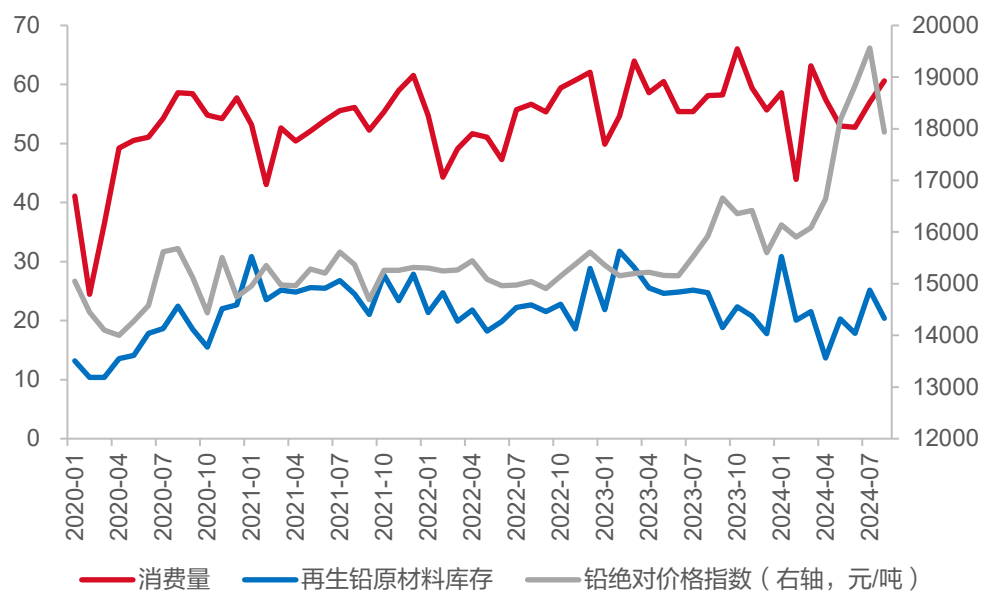


资料来源：钢炼数据，东海证券研究所

金属铅供需基本面：国内铅产能及消费库存

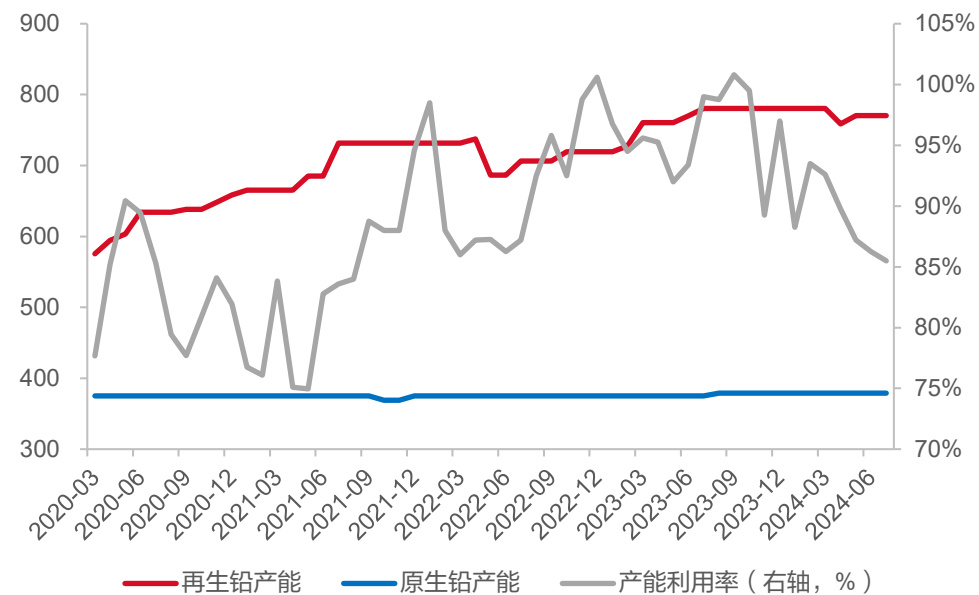
- 2024年8月我国再生铅原材料库存为20.39万吨，库存量下降，铅消费水平基本维持稳定。至9月末，国内铅绝对价格指数下跌至16666.38元/吨，环比下滑7%。
- 8月，我国再生铅产能为770.5万吨/年，继续维持高位，原生铅产能变化较小，保持在379万吨左右。我国冶炼铅产能利用率，近年来持续下滑，跌至86%，但仍处于历史较高位置。

国内铅消费库存及价格（万吨，元/吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内铅产能和产能利用率（万吨，%）

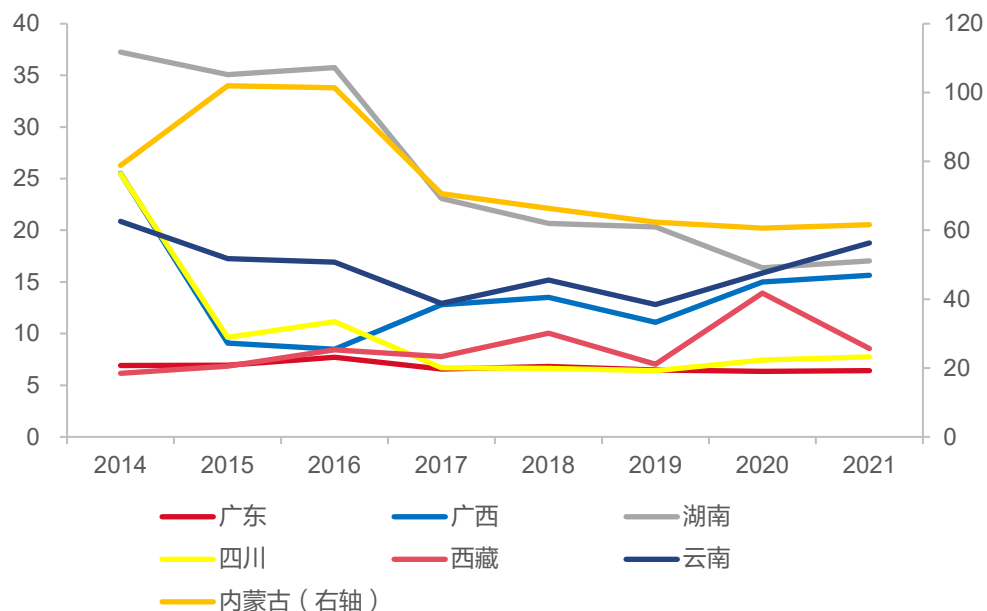


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

金属铅供需基本面：国内铅精矿产量下滑，库存处于低位

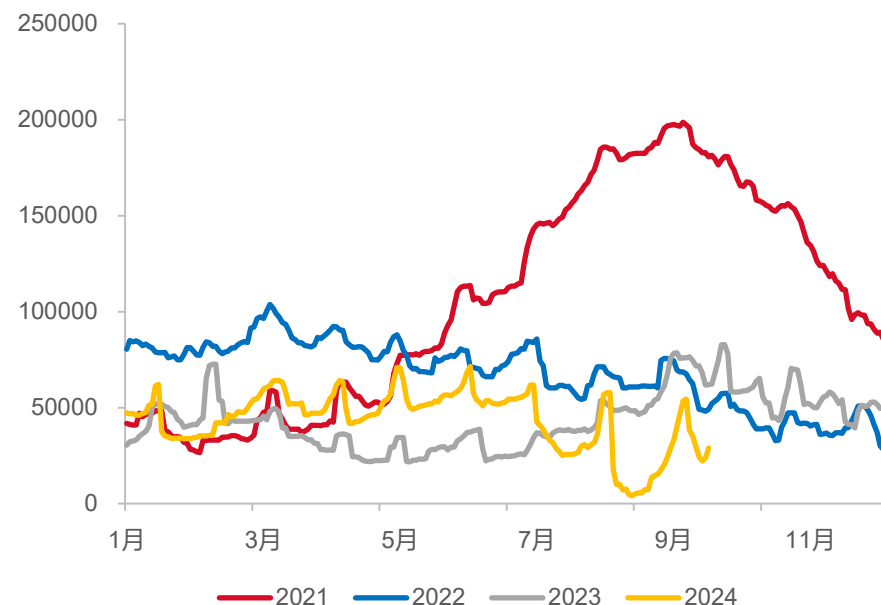
- 2021年我国铅精矿各省份产量持续下滑，内蒙古产量为61.65万吨依旧是产量最大省份。各主要生产省份较去年产量大多略有回升，但处于生产水平低位，西藏产量同比下滑38.5%。
- 9月底，SHFE铅期货库存位22247吨，九月库存波动较大，较去年同比下滑67%。主要原因是铅供应产量上涨，导致库存持续下滑。铅金属期货库存面临不足的现状，价格承压预期较强，未来铅价存在较大波动风险。

国内铅精矿各省份生产（万吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

SHFE铅期货库存（吨）

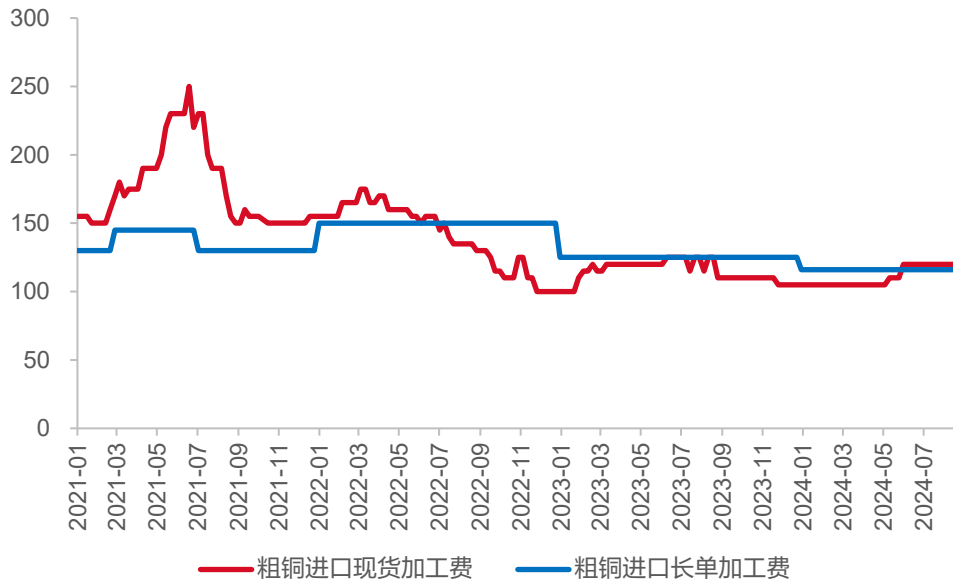


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

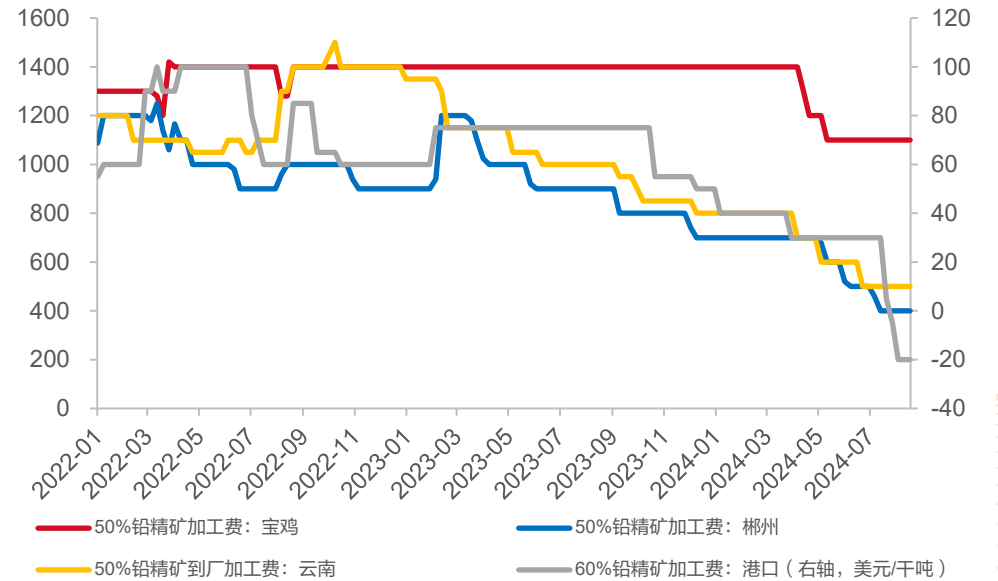
金属供需基本面：国内粗铜和铅精矿加工费走低

- 2024年8月30日，我国粗铜进口现货加工费约为110美元/吨，进口长单加工费116美元/吨，较往年总体呈现下滑趋势。各类铅精矿加工费持续走低，除宝鸡50%铅精矿加工费同比下跌20%左右外，其余均大多下跌50%以上。
- 全球铅矿产量下滑，推动铅价上升。我国金属铅冶炼产量除2022年外基本稳步上升，产能逐步过剩，导致冶炼厂之间为了争取订单压低加工费。

国内粗铜进口现货和长单加工费（美元/吨）

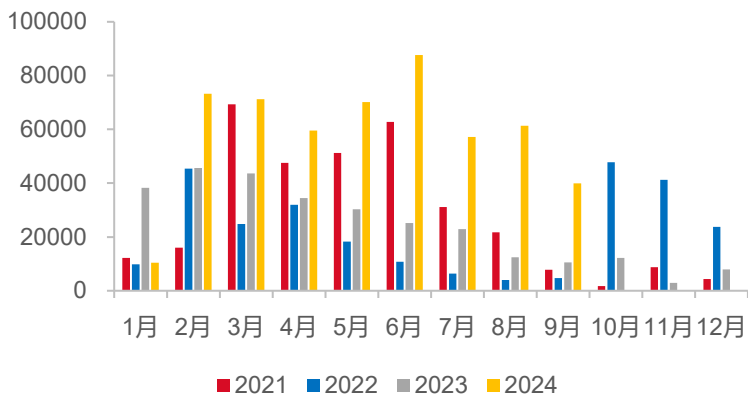


铅精矿加工费（元/吨，美元/千吨）

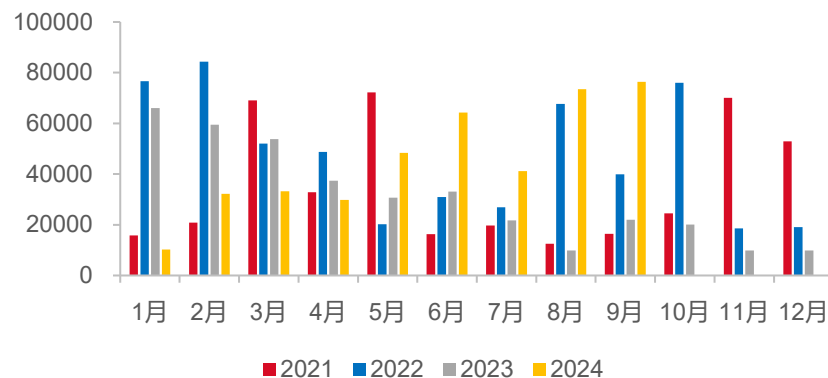


主要有色金属SHFE月度交割量

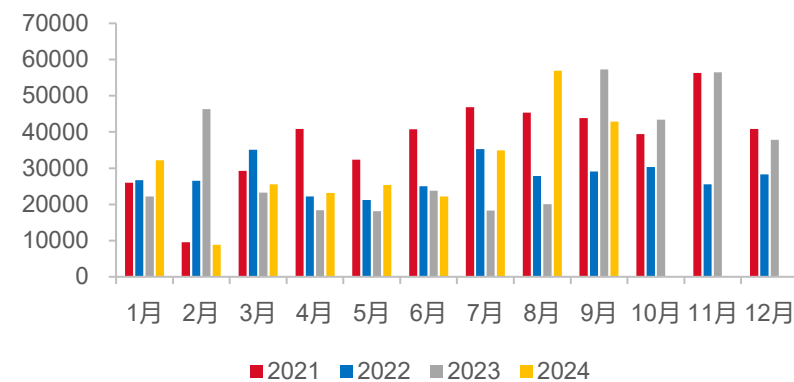
SHFE铜单边交割量 (吨)



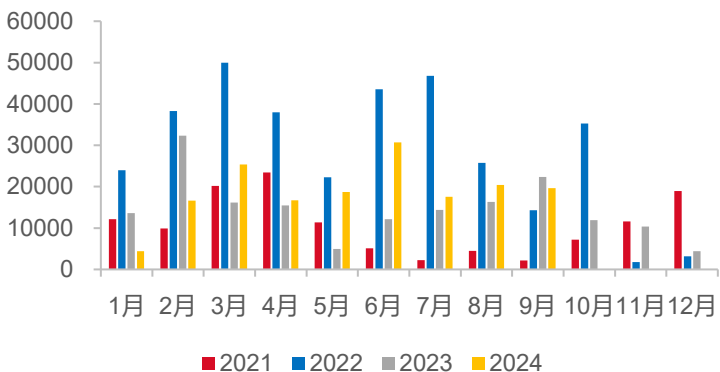
SHFE铝单边交割量 (吨)



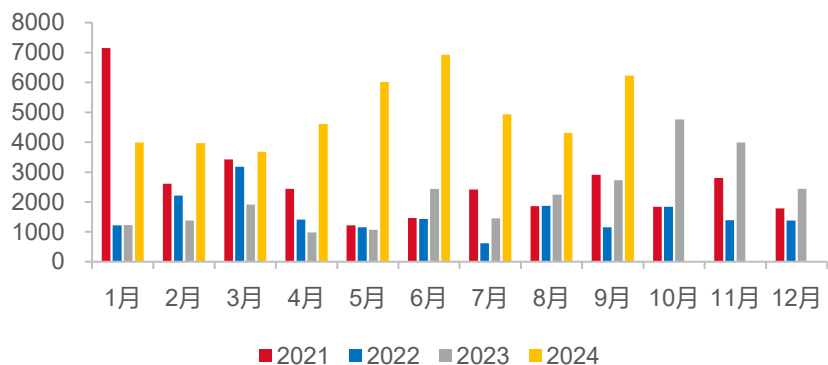
SHFE铅单边交割量 (吨)



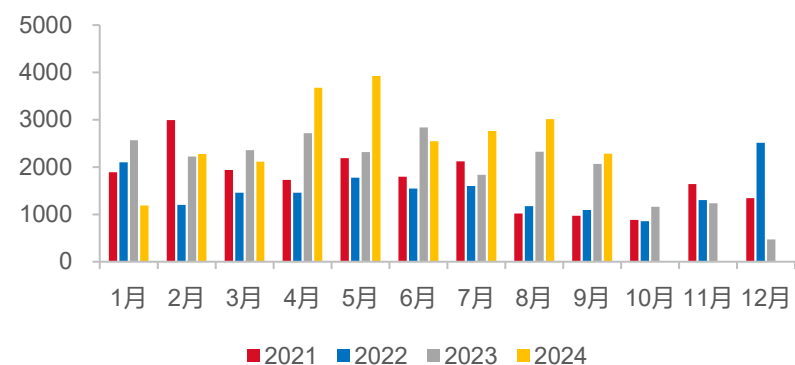
SHFE锌单边交割量 (吨)



SHFE镍单边交割量 (吨)



SHFE锡单边交割量 (吨)



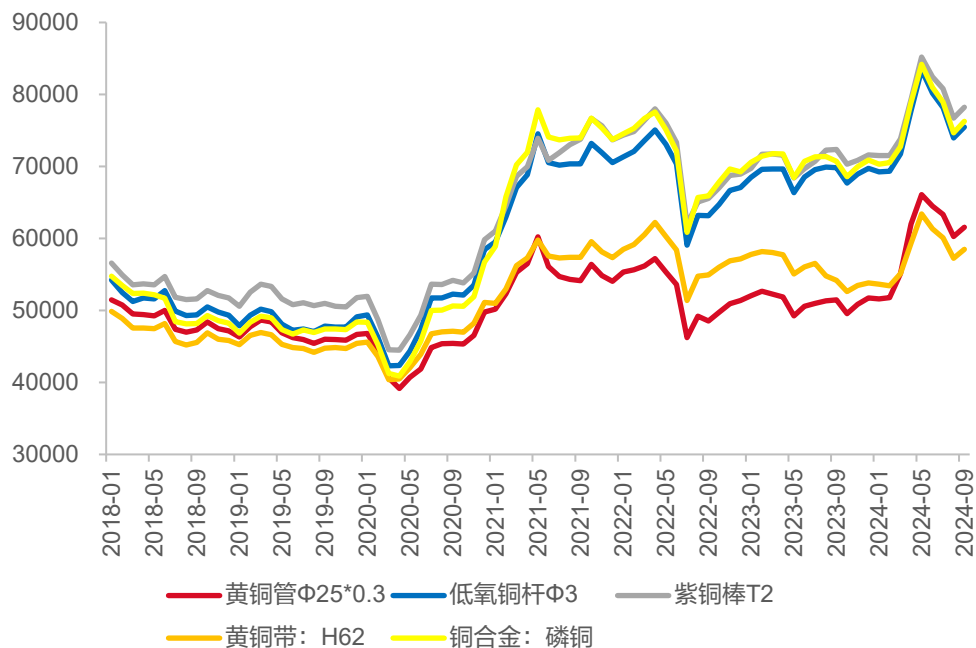
目 录

- 一、金属价格回顾与展望
- 二、商品、供需及生产
- 三、金属产业链
- 四、结论与投资建议
- 五、风险提示

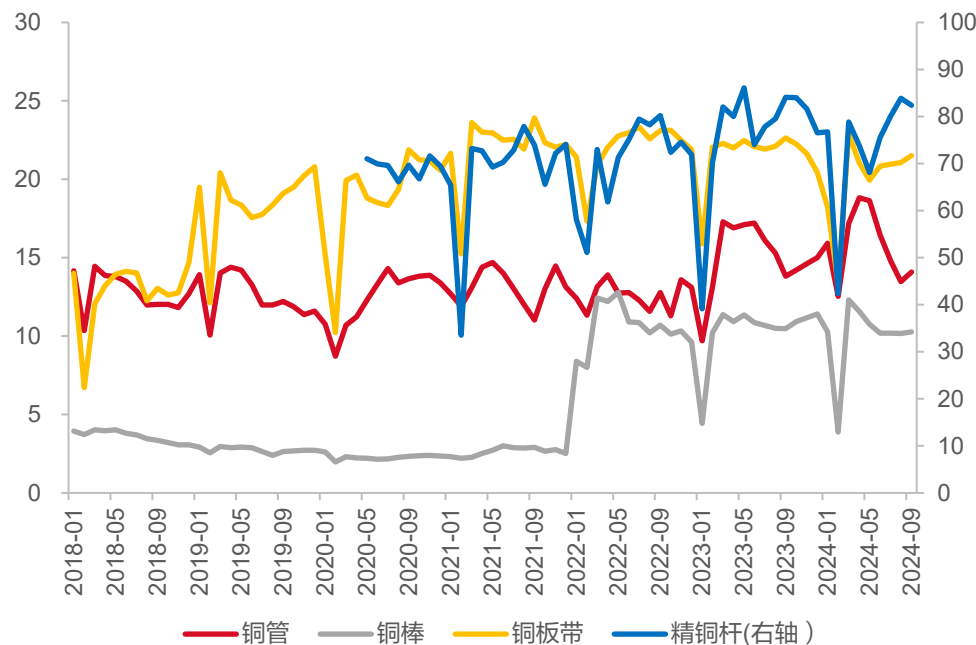
铜制品价格波动趋势类似，产量差异较大

- 9月，铜制品价格大多出现下跌，铜杆、铜带、铜合金等环比跌幅均超过2%。主要由于8月国内精炼铜出口量增加，导致铜产品现货库存增厚，市场供应过剩。
- 下游主要产品中，铜管产量连续三个月下跌后，在9月出现环比4.6%的增幅，产量约为14.1万吨。精铜杆产量增长至82.39万吨，其余产品基本维持稳定生产，较2023年底有较大改善。

主要产品价格（元/吨）



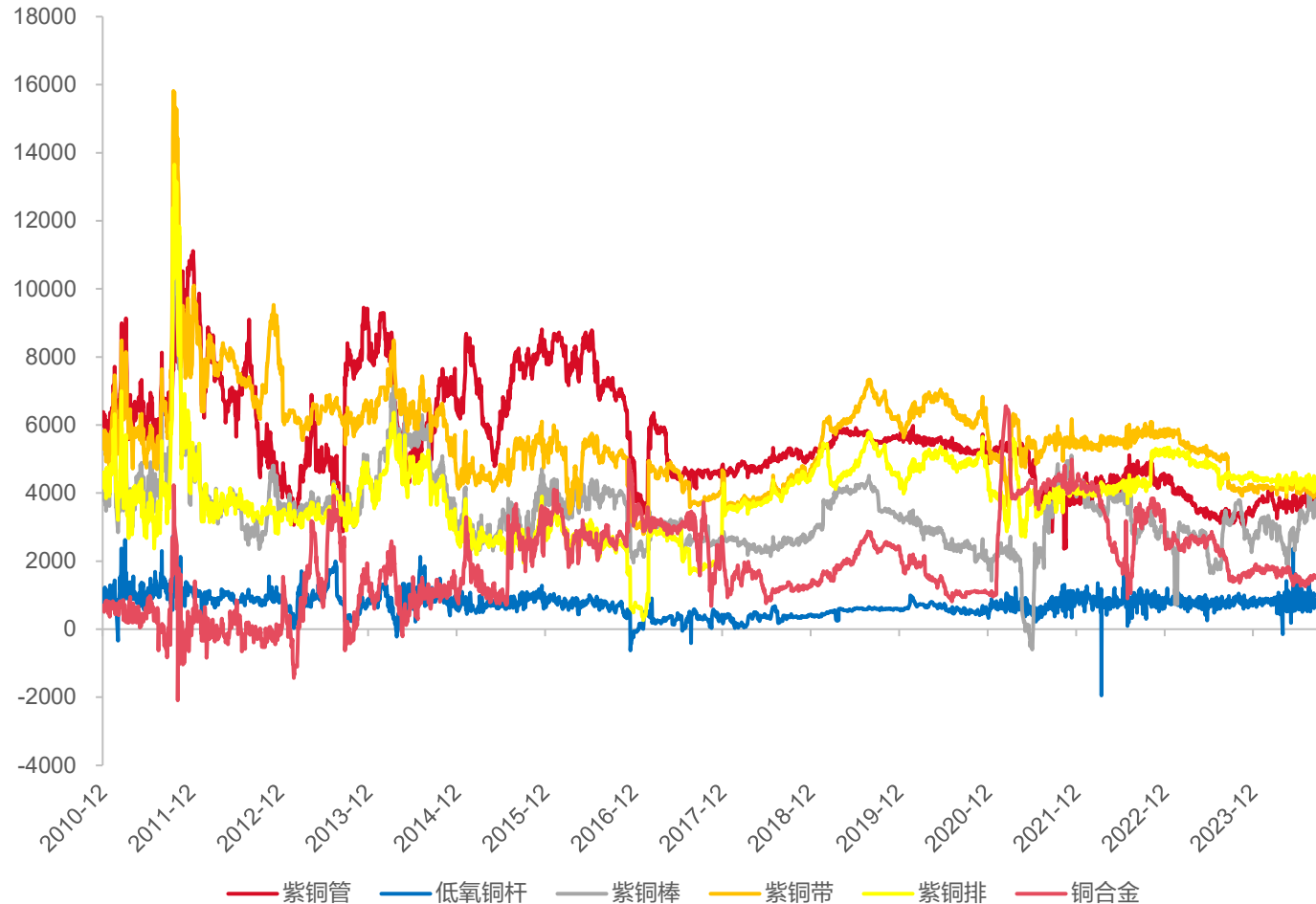
下游产量变化（万吨）



铜产品价差维持稳定

- 整体价差呈现喇叭形缩减趋势，但变化幅度整体较小。
- 2023年底开始铜棒与电解铜价差增幅较为明显，利润空间较大，至2024年9月底紫铜棒和电解铜价差约为3672元/吨，较8月年增长4%。
- 铜管和铜排价差基本维持稳定，价差分别同比上升11%和-1%，盈利水平基本维持稳定。
- 铜合金价格下跌幅度较大，从2022年持续下跌，至今年9月底，跌幅已达53%，在今年出现部分回升，但仍处于近年来的低位。

铜主要产品与电解铜价差（元/吨）

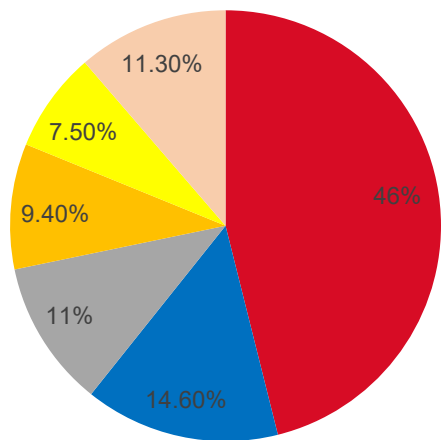


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

世界铜下游需求和国内需求分布各异

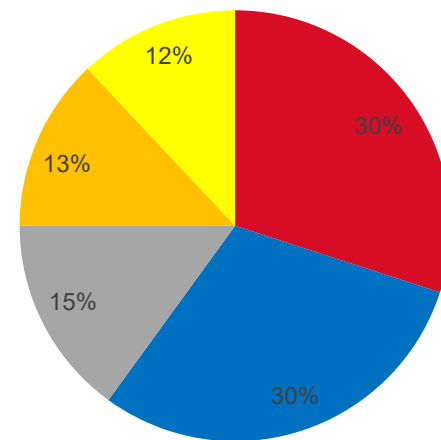
- 截至2024年，世界精炼铜下游最主要的需求行业主要是楼房建造和设备需求，其次是基础设施和交通。国内精炼铜下游需求最旺盛的是电力行业，占比达到了46%，其余占比均在15%以下，与欧洲的电解铜需求结构类似。
- 全球精炼铜需求，60%的供应量集中在亚洲地区，且主要集中在电力行业。美洲地区精炼铜最终用户占比约为14%，主要集中在楼房建造行业。

国内精炼铜下游需求



■ 电力 ■ 家用电器 ■ 交通 ■ 建筑与建设 ■ 电子产品 ■ 其他

世界精炼铜下游需求

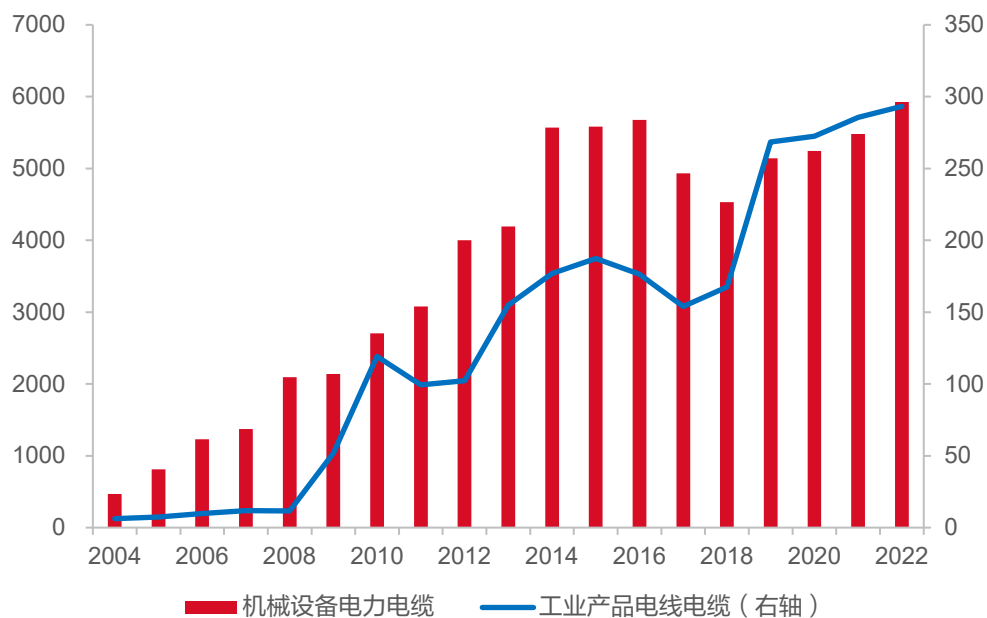


■ 楼房建造 ■ 设备 ■ 基础设施 ■ 交通 ■ 工业

我国电线电缆需求旺盛，依旧自产为主

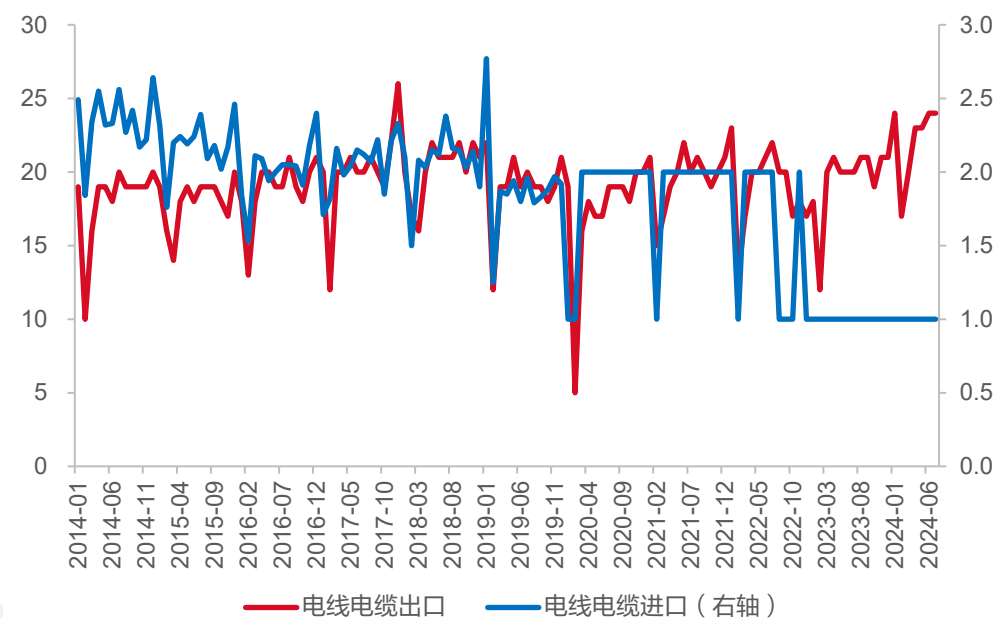
- 截至2022年，我国机械设备电力电缆产量达到了5927万千米/年。2016-2018年我国以房地产为例的部分传统行业对电线电缆需求下滑，新开工项目减少直接影响的电线电缆需求，2018年后，电线电缆需求持续扩大。
- 至2024年8月，我国机电产品：电线电缆出口数额约为26万吨，同比增加24%，进口数量为1万吨。国内电线电缆需求主要依靠自给生产，对外依赖程度较低，未来需求预计持续旺盛。

国内生产电线电缆（万千米）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

机电产品：电线电缆进出口（万吨）

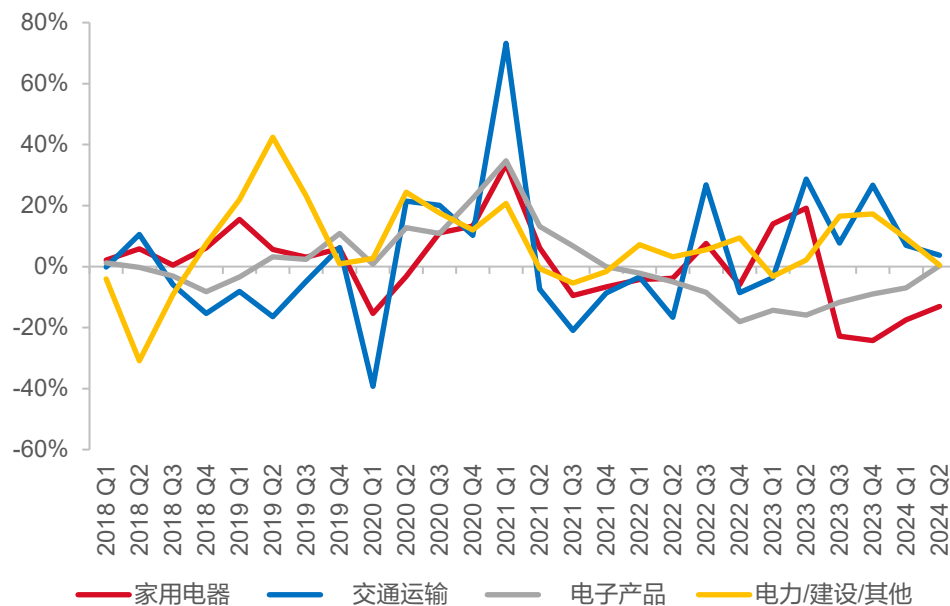


25 资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内精炼铜主要用于电力和电器

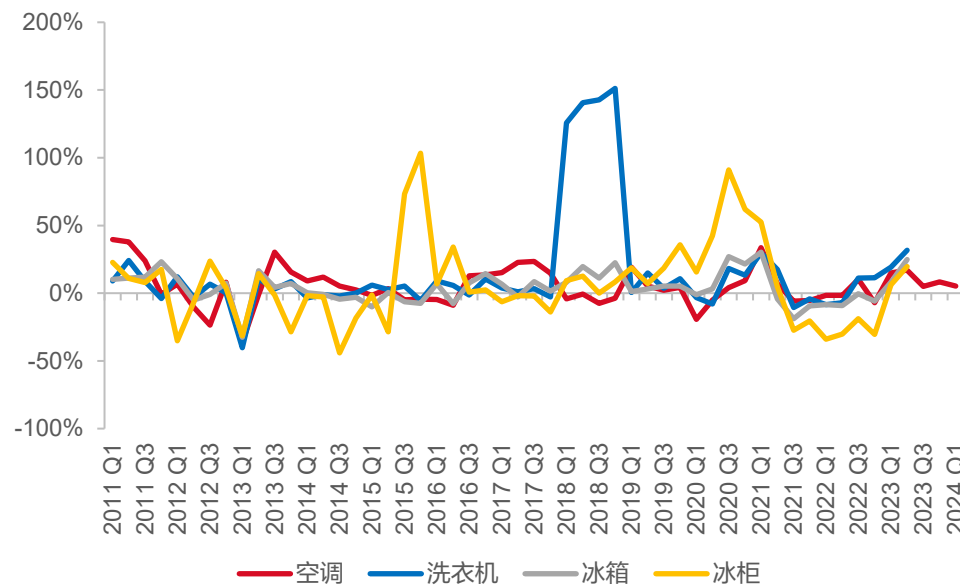
- 截至第二季度，国内精炼铜最终用户依旧是以电力为主，2024年第二季度，我国电力、建设共用铜250万吨，占比超过70%。其次是家用电器，用量约为56.8万吨，今年第二季度我国家用电器同比用铜量下滑13%，跌幅较大。
- 家用电器下游产品中，铜需求量最大的是空调。在所有电器产品中，空调季节波动性最高，2024年第二季度共用精炼铜58.7万吨。截至2023年第二季度，各大电器产品用铜总量涨幅超15%，2024年出现下跌。

国内金属铜行业需求同比变化 (%)



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

电器下游最终用户需求量同比 (%)

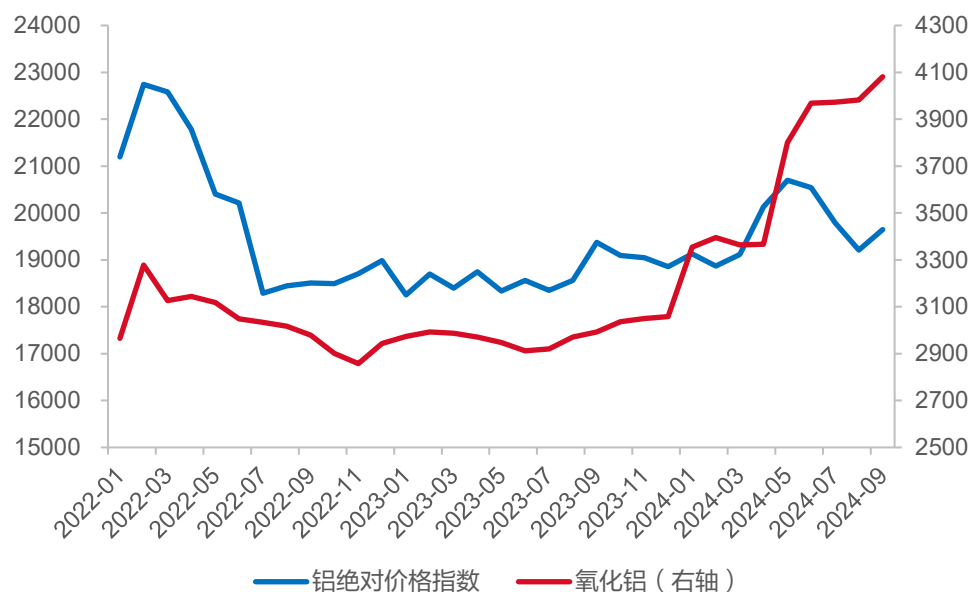


26 资料来源：钢联数据，东海证券研究所

精炼铝及原料价格上涨，出口总量增大

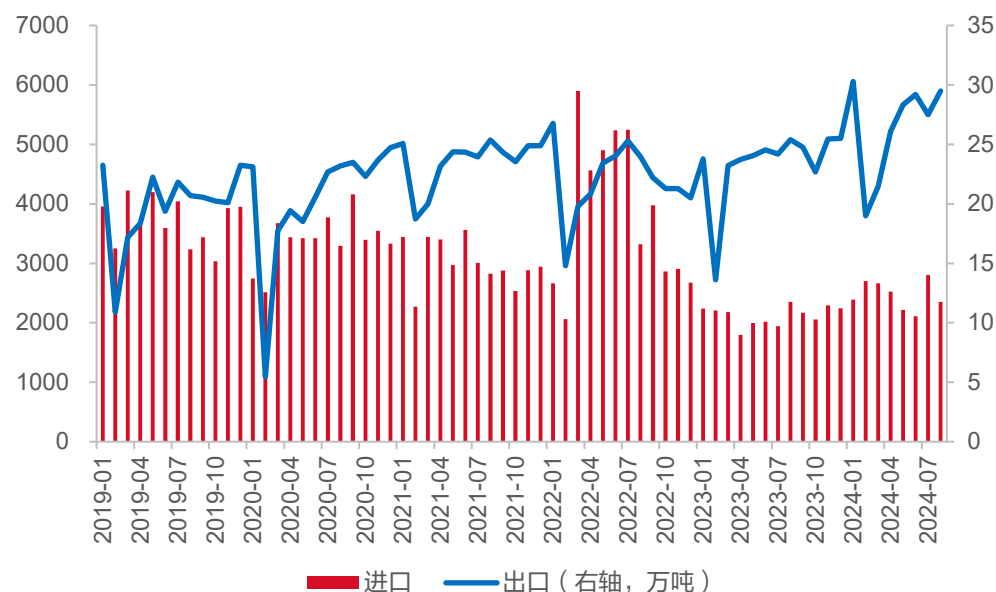
- 今年9月，我国铝绝对价格指数为19645元/吨，较上月价格回升，整体依然维持在高位。氧化铝原矿价格大幅上涨至4081.32元/吨，较去年同比增加36.4%，主要由于全球范围内以力拓集团为代表的头部铝业公司原矿供应减少，伴随国际氧化铝价格同步上涨。
- 我国铝制品进口数量持续减少，出口数量增幅明显。2024年8月我国铝制品出口量为29.497万吨，2024年以来，每月出口数量变化不大，进口量较年初下滑12.88%。

主要金属铝价格（元/吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

铝制品进出口量（万吨）

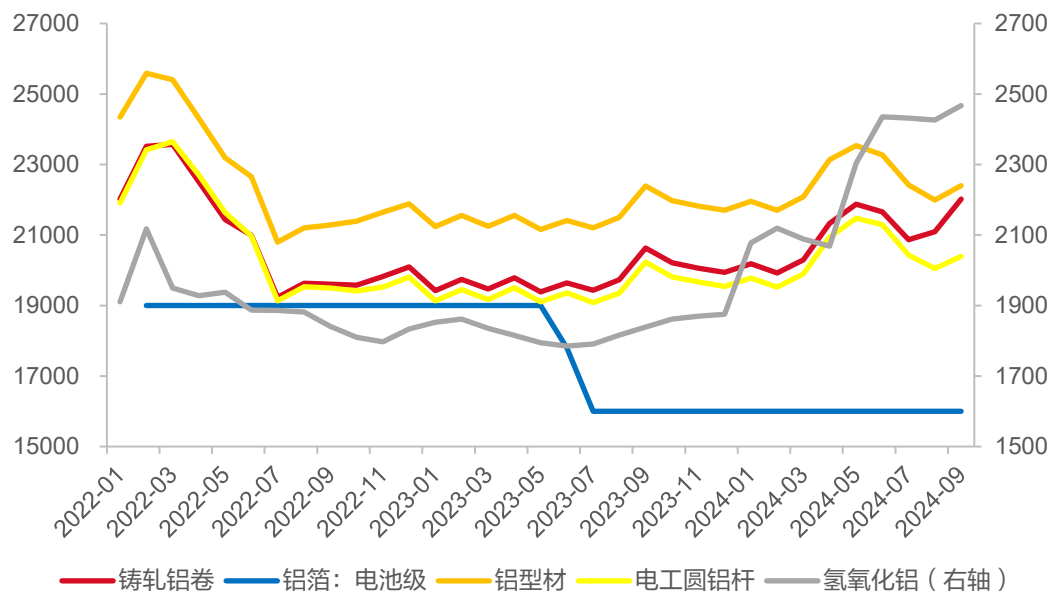


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

铝下游制品价格下行，库存减少

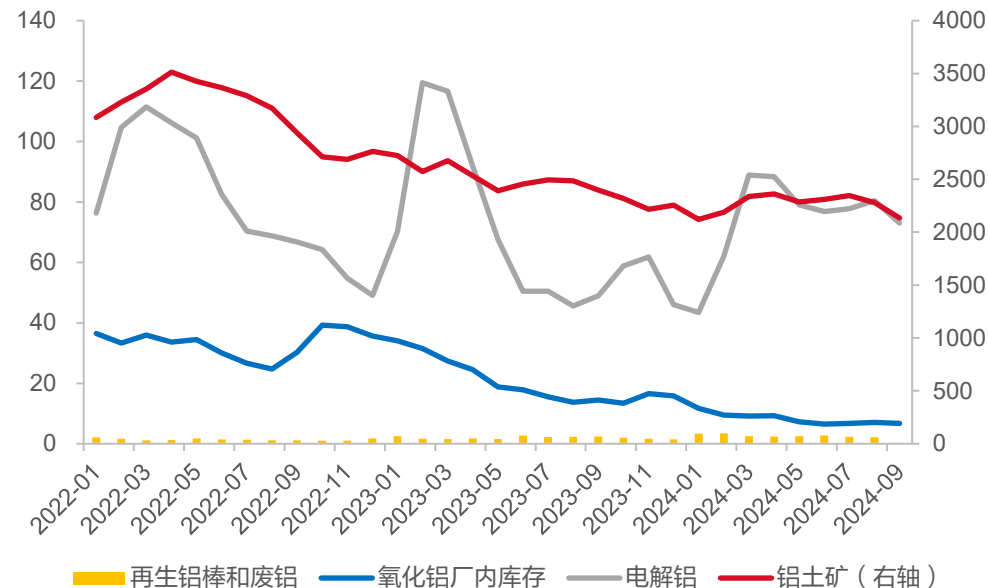
- 今年9月，我国铝制品价格回暖，铸轧铝卷、铝箔、铝型材和铝杆等价格均出现不同程度的上涨。其中铸轧铝卷价格增幅大，环比上升4.4%至22020元/吨。
- 我国铝制品社会库存基本呈现下降趋势，电解铝库存在年初上升后再次回落，铝土矿和氧化铝上半年1-7月较去年同比分别下滑11%和64%，电解铝库存跌幅为9%。

主要铝制品价格（元/吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

铝原料与制品社会库存（万吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

铝产品价格走低，价差再次回调，仍有套利空间

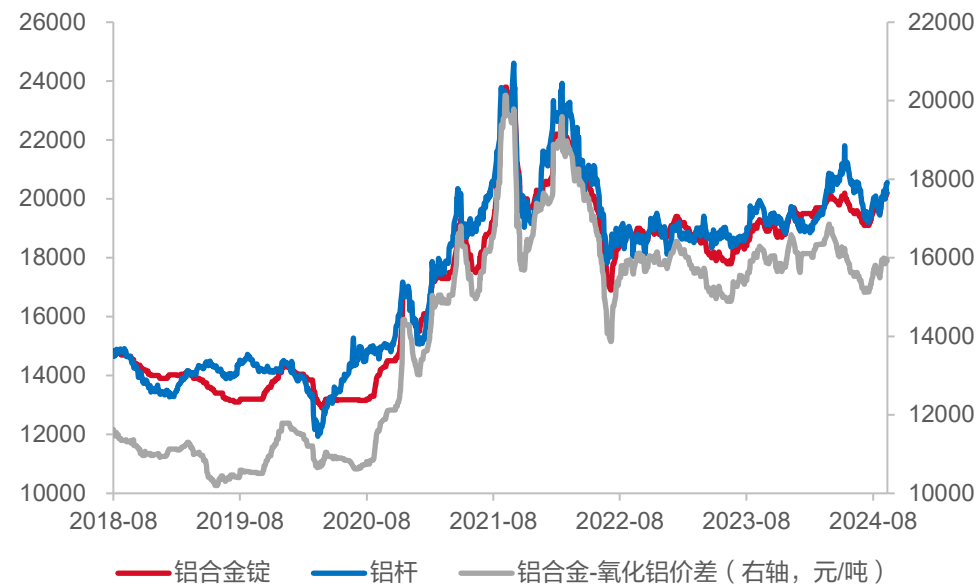
- 今年我国铝价下降，氧化铝价格无明显影响，铝土矿价格持续在高位，价差进一步拉大。铝矿石粗炼仍有利可图，原矿资源依旧优势明显。
- 我国铝制品价格走低，但铝合金-氧化铝价差在八月有进一步拉大，截至9月末已接近16000元/吨，预计有望进一步扩大，仍存在套利生产机会。

氧化铝和铝土矿价差（元/吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

铝合金-氧化铝价差（元/吨）

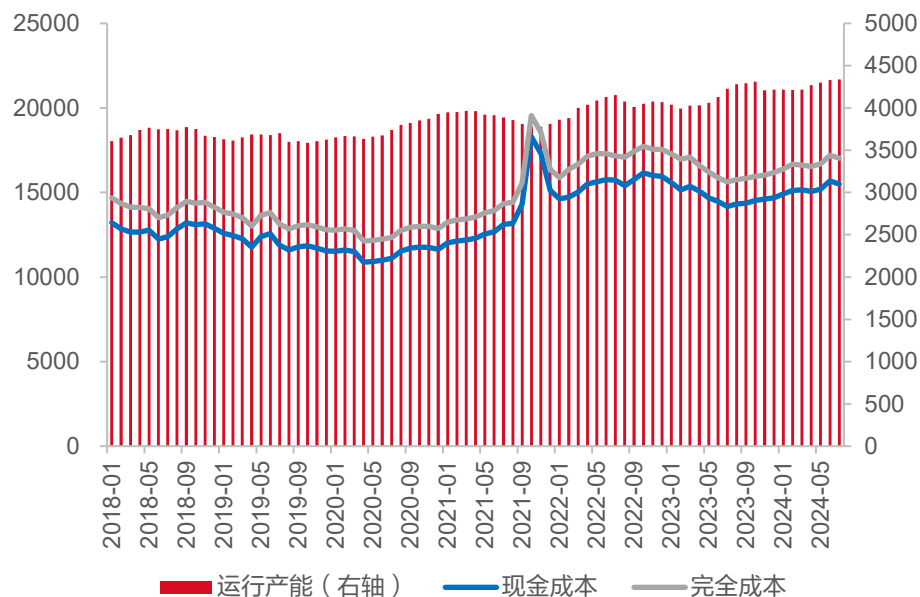


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

电解铝运行成本稳定，原矿利润下跌

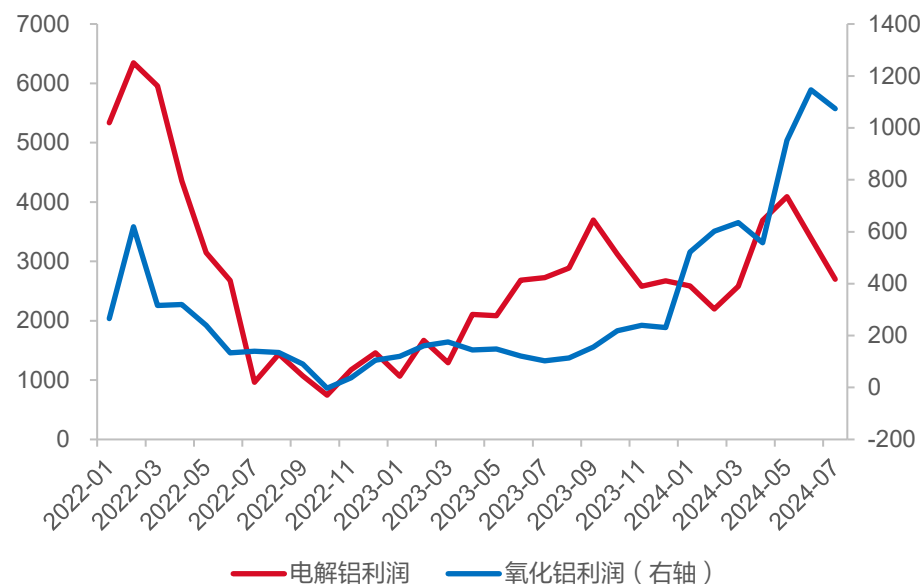
- 今年8月，电解铝生产现金成本为16921元/吨，生产完全成本为17075元/吨，现金成本环比增幅位9.2%，增长迅速。电解铝产量呈现稳定上升趋势。
- 2024年8月我国电解铝生产利润约为2349元/吨，环比下降13%，同比下降19%，短期内盈利水平下滑明显，从年初高点下滑至去年同期水平。氧化铝利润约为1114.6元/吨，环比增幅4%，近年来利润大幅增加。

电解铝运行产能与成本（万吨，元/吨）



资料来源：Wind，东海证券研究所

国内金属铝生产利润（元/吨）

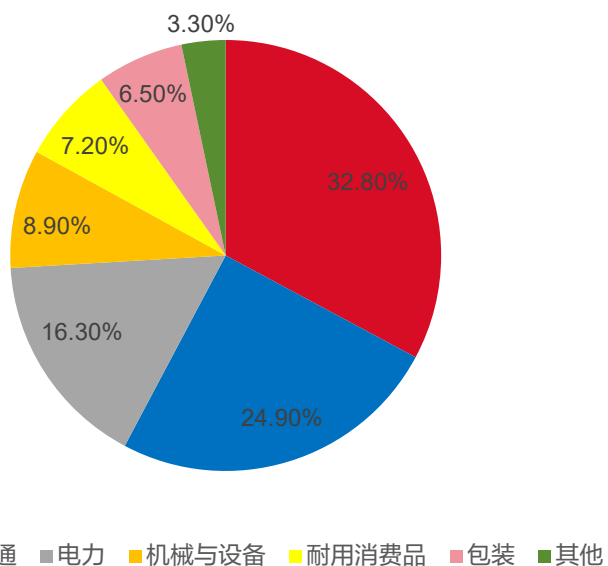


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内金属铝最终用户主力是交通和建筑

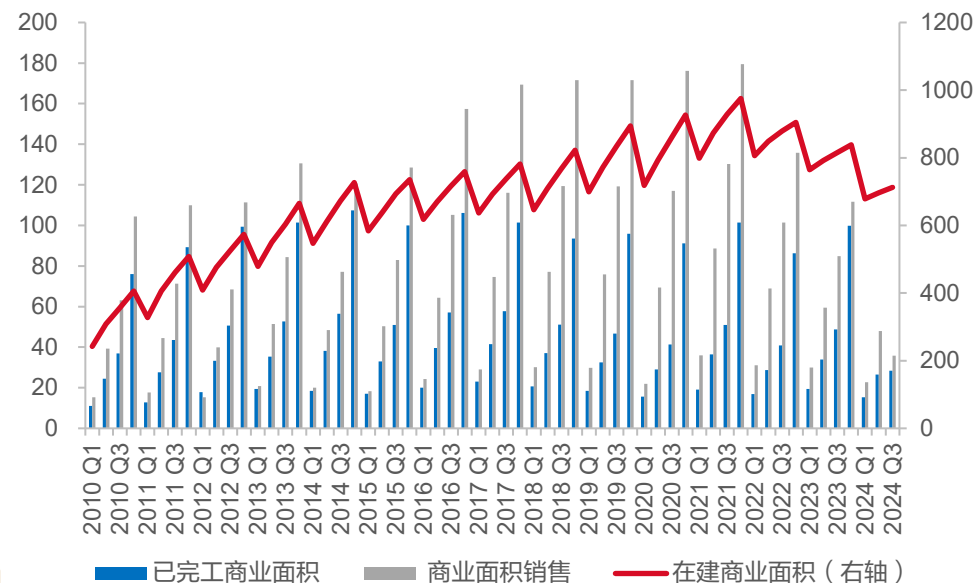
- 截至2024年，我国精炼铝主要下游最终用户是建筑和交通，分别占比为32.8%和24.9%。电力占比约为16.3%。
- 第三季度我国在建商业住宅面积约为712.5万平方米，较2023年同期下降13%，在建面积已经持续三年下滑。第三季度，我国在建房产面积下降25.3%，销售面积环比增加7.1%，金属铝在建筑行业需求持续降温。

国内铝最终用户



资料来源：彭博数据，东海证券研究所

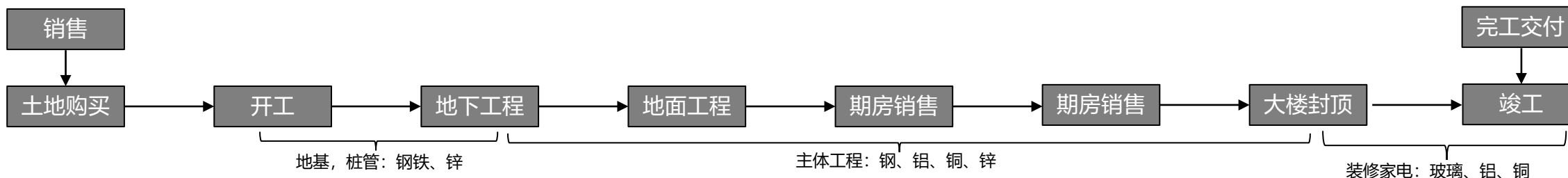
我国在建住宅面积（万平方米）



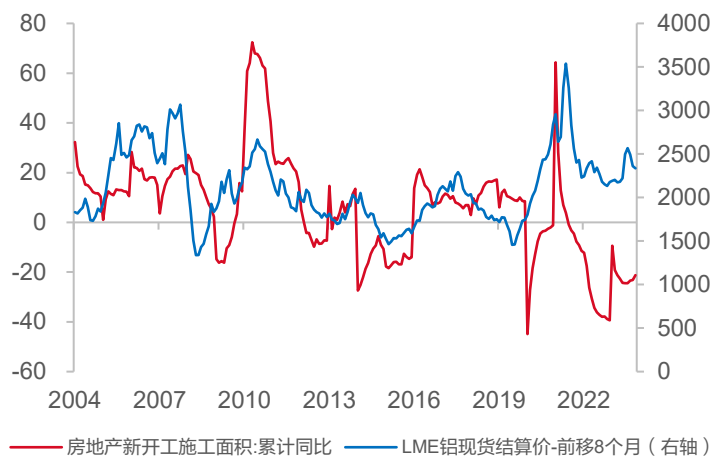
31 资料来源：彭博数据，东海证券研究所

国内金属铝的消费需求传导

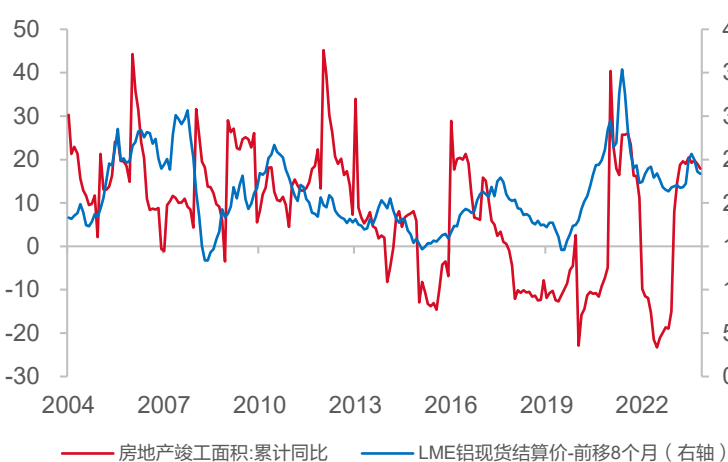
- 地产建设过程中金属铝主要应用于竣工装修阶段：铝门窗、结构件、装饰板、铝幕墙等；金属铜主要应用于地面工程阶段的电器管道：电线、电缆、水管等。
- 房地产行业影响着汽车、机械、家电等众多行业，相关行业的景气度都和地产销售高度相关，进而传导至铝、铜等金属相关部分需求。



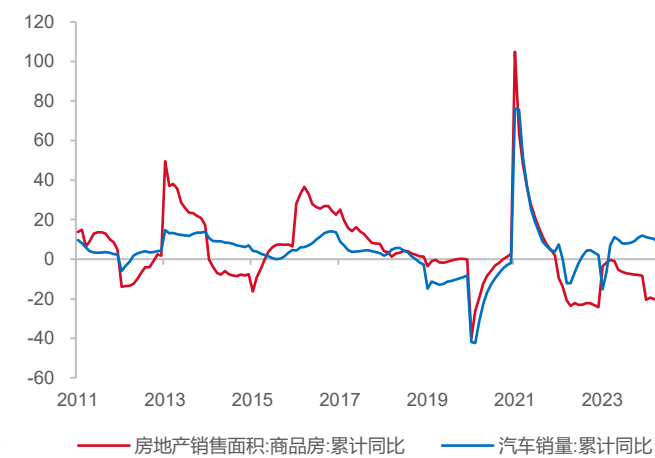
房地产投资同步于铝价（%，美元/吨）



房地产竣工领先于铝价（%，美元/吨）



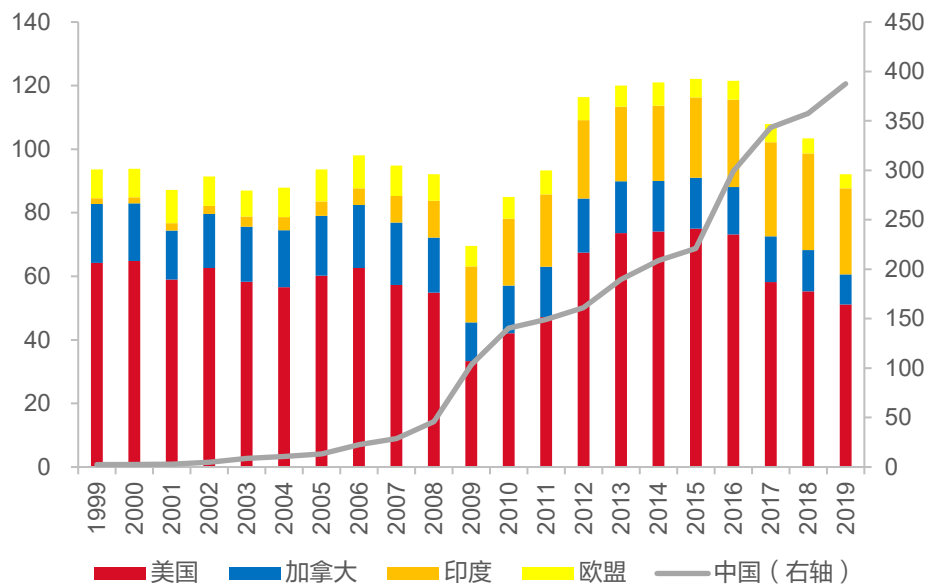
房地产销售与汽车销售周期（%）



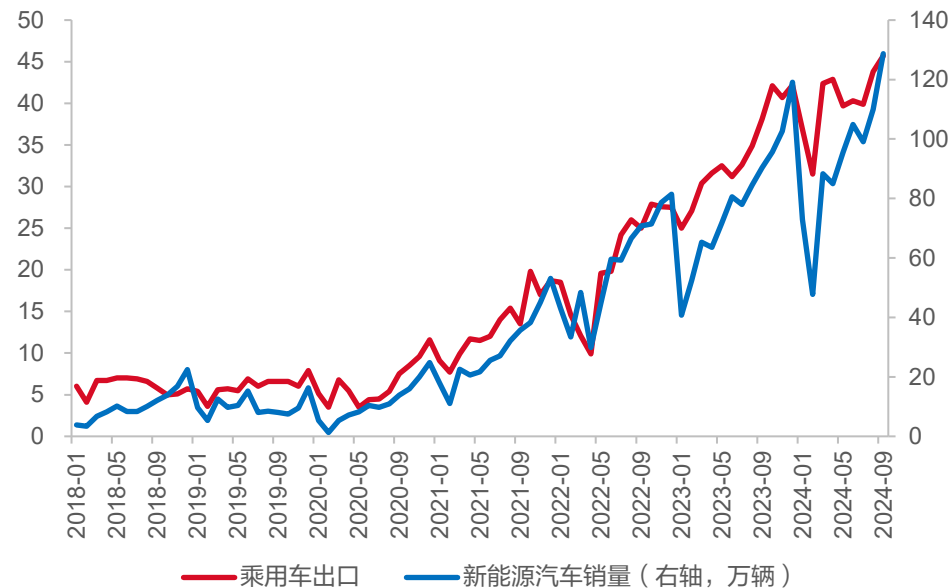
全球汽车用铝量下滑，我国近年来略有回升

- 2016-2019年，全球车辆用铝总量持续下滑，至2019年我国车辆用铝共387.55万吨，较2018年增长8.4%。
- 我国乘用车出口数量和新能源车销售量回升。新能源车销量在2024年2月出现较大下行，同比减少9%，跌至月销售量仅为47.7万辆，随后再次回升，2024年9月新能源汽车销量为128.7万辆，环比增长17%。
- 我国乘用车出口量在2024年初下滑后，无明显变化，9月出口量为45.7万辆，与8月数据基本持平。

部分国家/地区车辆用铝总量（万吨）



中国乘用车出口和新能源车销售量（万辆）



白色家电生产规模维持稳定，部分产品需求下滑

- 白色家电总体生产水平稳定
热水器、除湿器、干洗机等生产水平变化不大。

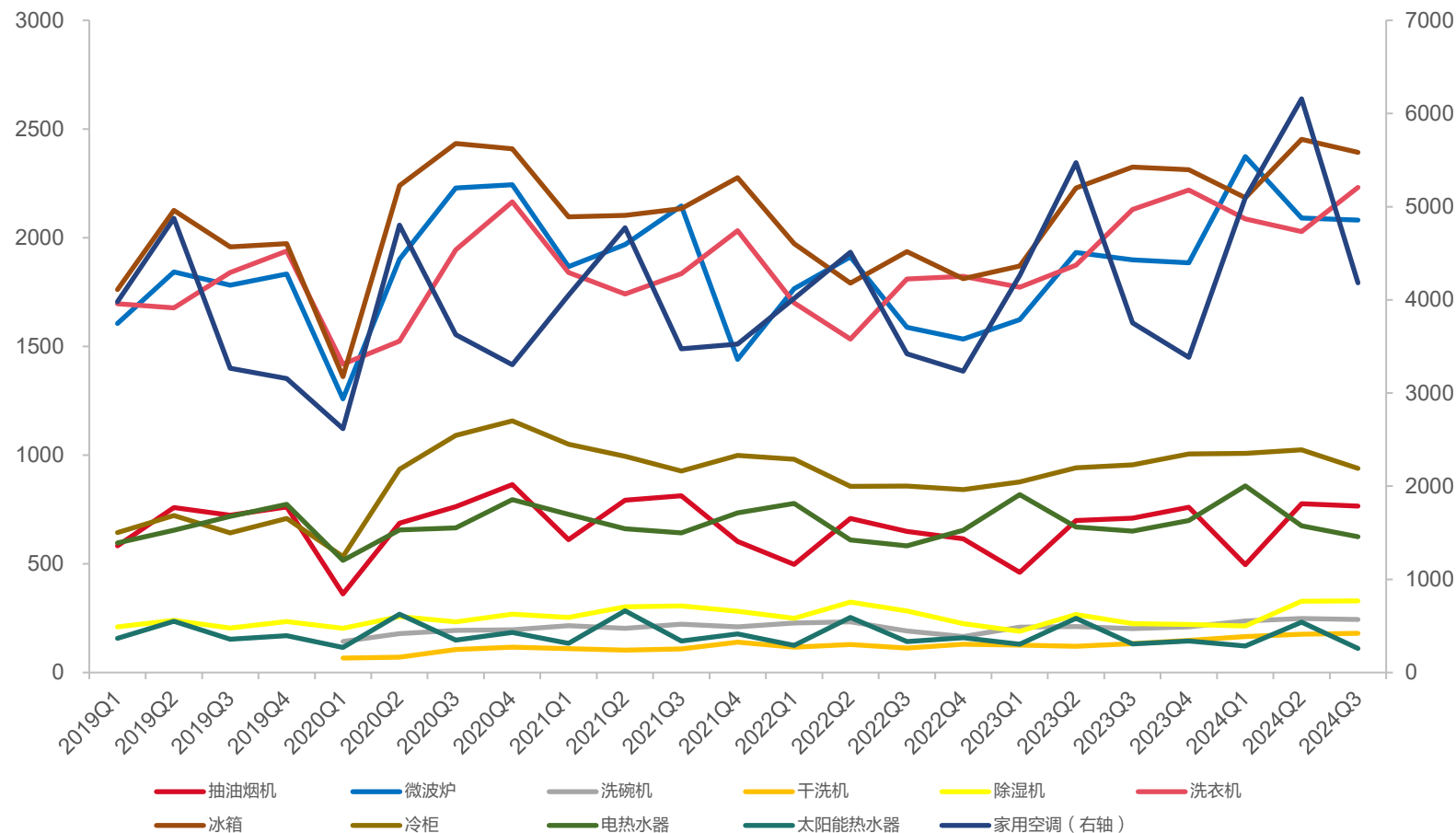
- 第三季度微家用空调产量约为4183.05万台，环比下降32%，需求明显降温。

- 第三季度冷柜和电热水器下滑程度也较大，较第二季度环比分别下滑8%和7%。

- 主要白色家电中，家用洗衣机产量增幅明显，第三季度环比增长10%。

- 微波炉、抽油烟机等季节性较弱的产品产量变化幅度较小

国内基础家电季度产量（万台）

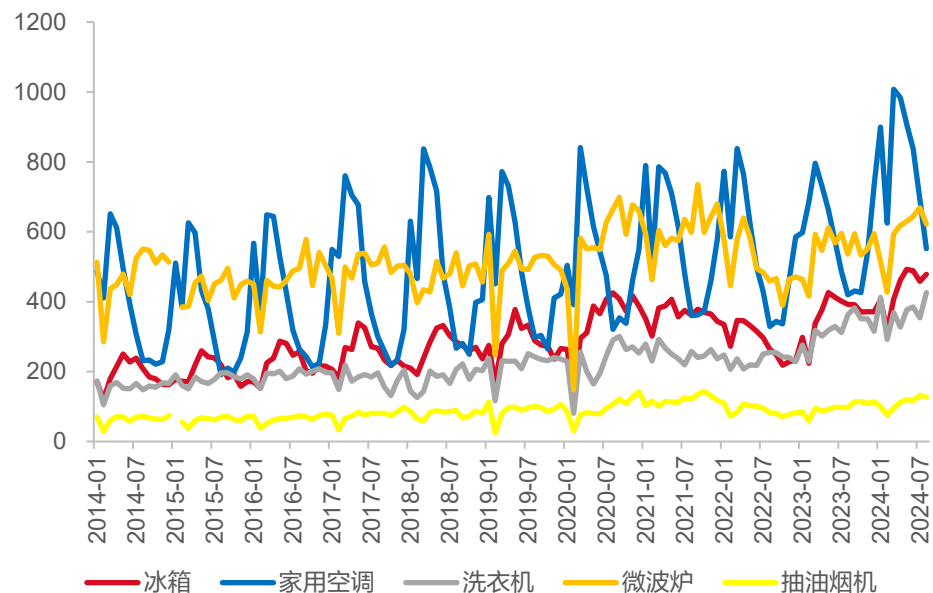


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

白色家电出口数量持续上升，生产规模基本满足销量需求

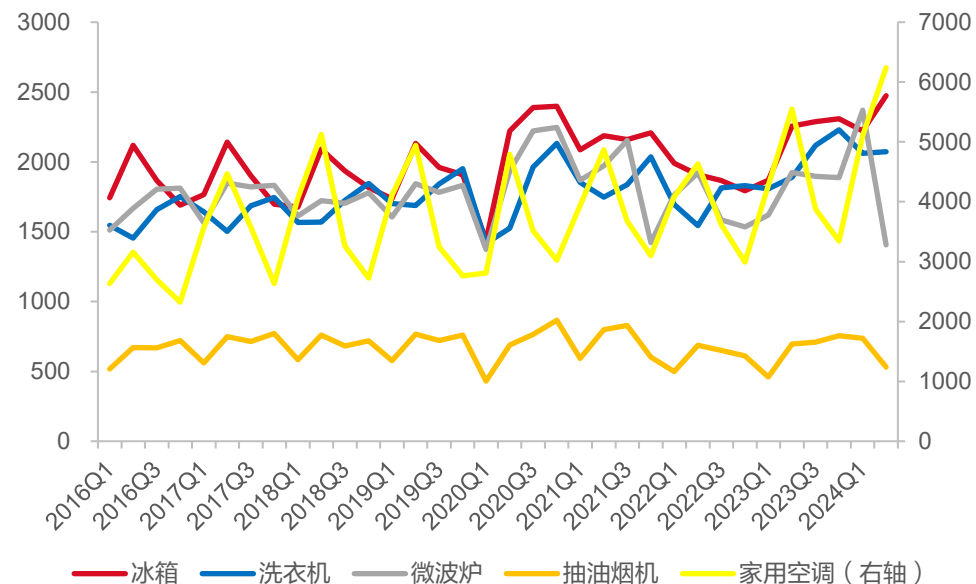
- 8月，我国冰箱出口数量为477.9万台，家用空调和洗衣机分别出口551.71万台和425.94万台。空调需求具有季节性变化，8月出口数量环比下降20.3%，较去年同期增长31.5%，是我国最主要的出口电器之一。
- 2024年第二季度，我国微波炉销量环比下降40.7%，需求锐减。其余主要白色家电销售水平稳定上升，家用空调销售水平增幅最大，环比增长22.2%，主要受夏季需求高峰影响。我国家用电器生产水平基本满足销售需求，缺口较小。

部分白色电器出口（万台）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

主要白色家电销量（万台）

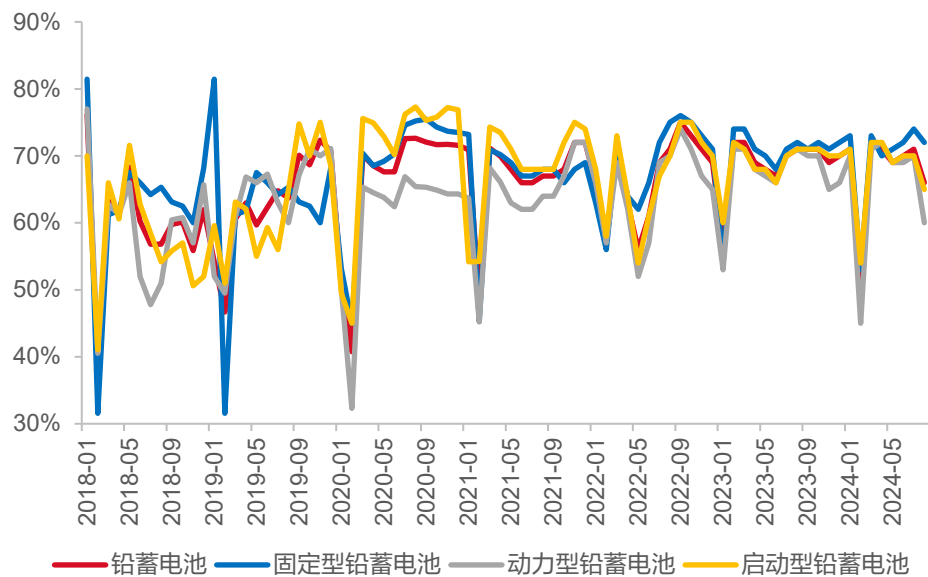


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

铅蓄电池开工率和产量

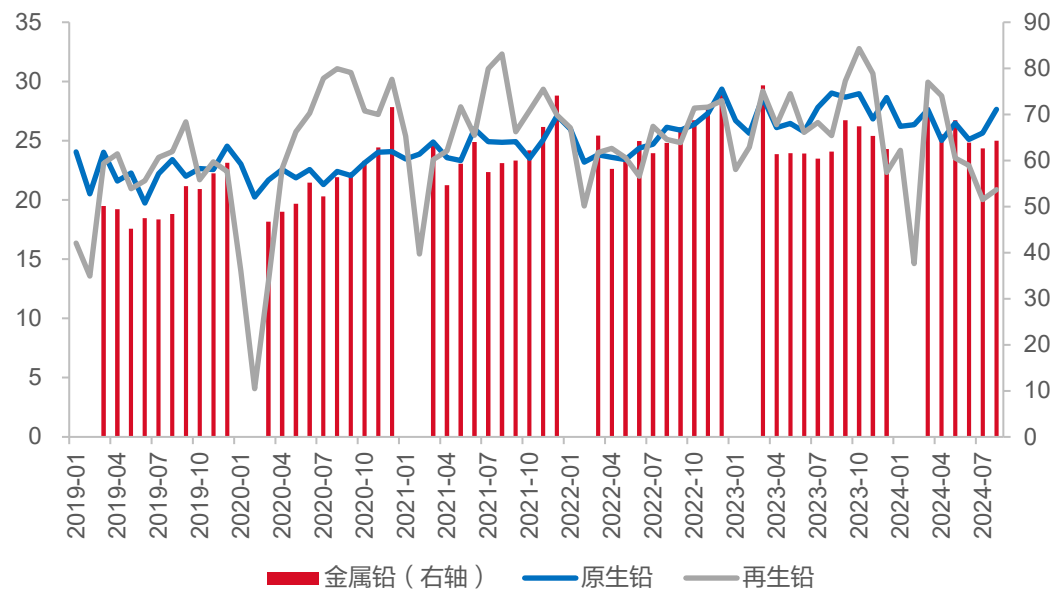
- 8月，各类铅蓄电池开工率均出现下跌，铅蓄电池开工率跌至66%，动力型电池开工率跌幅最大，下跌10个百分点。
- 2024年我国金属铅产量不断下滑，带动再生铅和原生铅产量走低。其中再生铅产量降幅最大。8月再生铅产量约为20.88万吨，环比增长4.3%，同比下降17.9%。生产情况略有改善，但仍处于低位。

铅蓄电池开工率 (%)



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

铅制产品产量 (万吨)

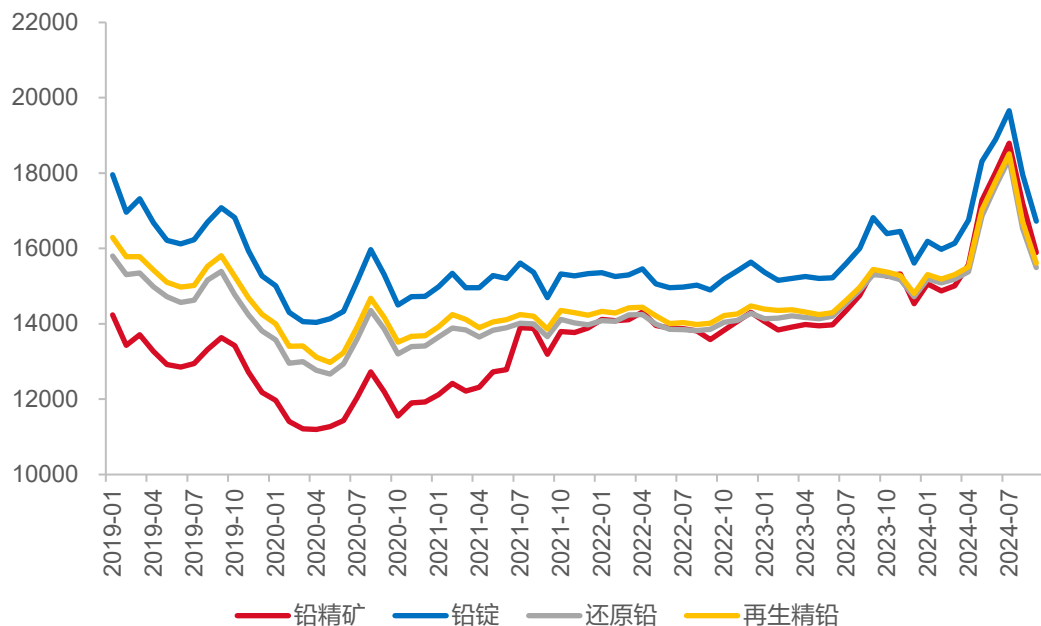


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

铅制品价格或将持续承压，库存有所修复

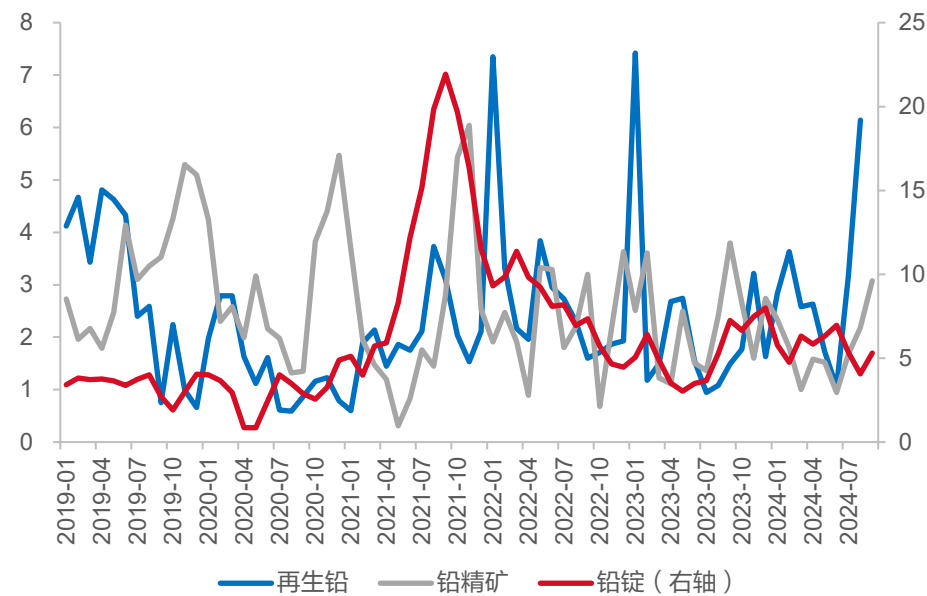
- 9月底，铅精矿及铅锭、还原铅、再生铅等铅下游制品价格出现回落，但目前仍在15000-17000元/吨之间，而铅精矿月底价格环比下降7.6%，较去年同比上涨3%。
- 9月我国铅制品库存处于近年来低位，但较上个月均出现较大回升。再生铅8月库存环比增长93%，涨幅较大，主要原因为下游需求疲软，导致的库存增加。原生铅方面，原材料库存处于低位，限制了部分冶炼厂开工水平，但需求走低同样使得价格承压。

主要铅制产品价格（元/吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内铅制品库存（万吨）

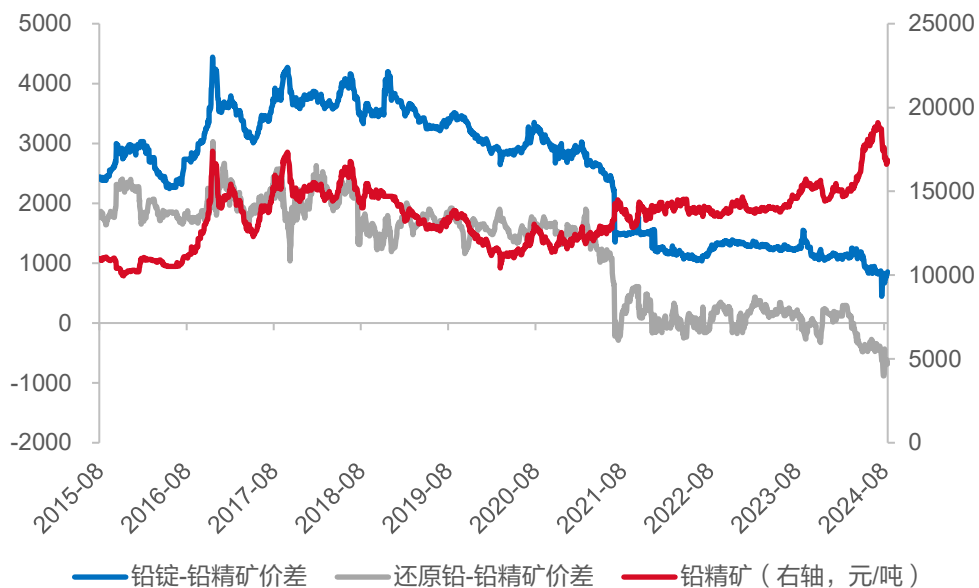


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

铅制品下游价差缩小，铅蓄电池价格维持高位

- 9月，还原铅和铅锭与铅精矿价差持续缩小，还原铅价格与铅精矿价差已缩减至负数，铅下游盈利空间景气程度持续下跌。短期内盈利空间恐有限。
- 9月我国铅蓄电池价格出现回落，该状态已从6月持续至今，但目前价格仍然处于高位。

主要铅制产品与铅精矿价差（元/吨）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

铅蓄电池和铅精矿价格对比

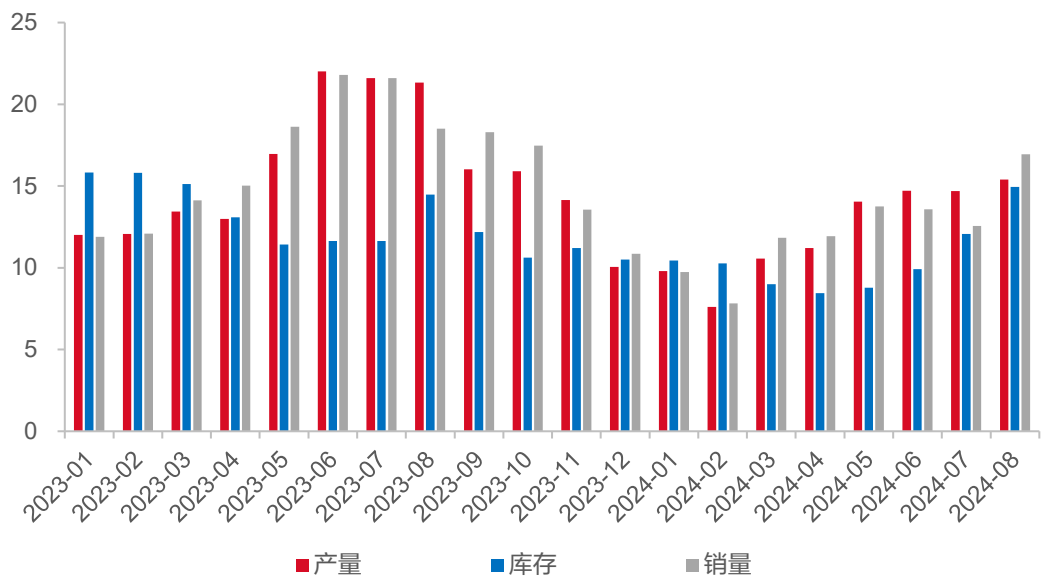


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

我国储能型电池重新升温，未来需求持续扩张

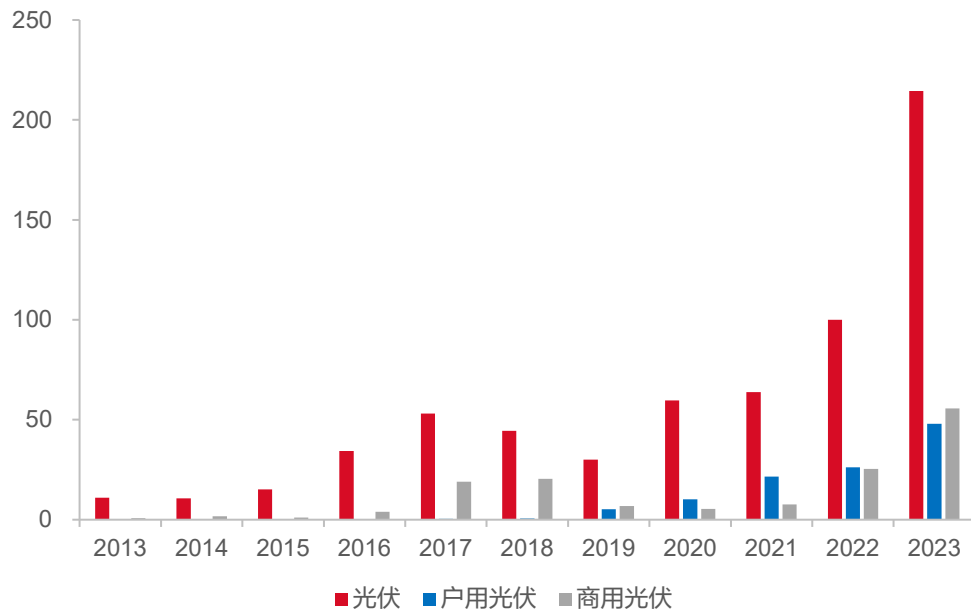
- 8月，储能型电池产量约为15.404亿瓦时，库存为14.955亿瓦时；销量为16.95亿瓦时。虽然较去年同比均有不同程度的下滑，但较年初生产低迷的情况有较为明显的改善。未来储能电池的需求持续增长，或将利好铅、铝等主要金属。
- 2023年我国光伏新增装机容量再创新高，达到了214.52吉瓦，户用光伏和商用光伏较去年均大幅增长。未来铜、铝消费有望复苏。

我国储能型电池消供需情况（亿瓦时）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内光伏新增装机容量（吉瓦）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

目 录

- 一、金属价格回顾与展望
- 二、商品、供需及生产
- 三、金属产业链
- 四、结论与投资建议
- 五、风险提示

结论与投资建议：看好上游资源丰富、矿业储备稳定标的

核心观点：

- **利率、汇率：**美国经济仍有韧性，但9月份制造业PMI略有提升。美联储降息50bp超预期，美元流动性收缩，人民币汇率提升，国际地位逐步走强。
- **商品：**下游商品消费生产逐步回调，重点金属需求相对回暖，预计仍有较强支撑，金属市场价格迎来短期升温。
- **供需：**全球经济增速放缓，行业复苏不及预期，全球铜矿生产面临部分缩减的现状，预计库存仍将出现下滑趋势。

推荐：

- **金属价格回暖，原矿资源重要性突显：**预计金属铝价年内回升，利好我国矿产资源丰富标的，如**天山铝业**等。
- **部分有色金属消费回暖：**9月铜价迎来短期回升，但下游需求收缩趋势仍或持续，国际龙头矿业公司采资本开支难以转变趋势，国内原矿短缺现状仍将继续，建议持续关注持股海外矿山具备成本优势的矿业公司，如**中国铝业、紫金矿业**等。
- **下游电解精炼铝行业需求旺盛：**电解铝金属需求持续增长，铝锭等产品和原矿价差无明显变化，仍存在套利生产空间，建议关注如**新疆众和、云铝股份**等。
- **一体化产业链生产，具备成本优势：**金属铜价格短期反弹，具有一体化产业链的多产品公司盈利空间扩大，看好四季度业绩修复空间，如**云南铜业、江西铜业、铜陵有色**等。
- **铅下游制品盈利空间缩小：**主要精炼铅金属与原矿价差缩小，盈利水平下滑，铅酸蓄电池仍存在盈利空间，建议关注**天能股份**等。

目 录

- 一、金属价格回顾与展望
- 二、商品、供需及生产
- 三、金属产业链
- 四、结论与投资建议
- 五、风险提示

风险提示

- **美国通胀回落速度不及预期。**美国当前劳动力市场依旧强劲，通胀水平仍处高位，若回落不及预期或引发美联储态度偏鹰，加息预期推迟引发需求、汇率波动等风险。
- **海外需求下跌，影响产品出口的风险。**国内始终保持着贸易顺差，出口也向高端装置制造方向发展。但是欧美等主要发达经济体仍然存在着衰退的风险，从而影响到海外市场的需求，进而导致我国出口受阻。
- **国际地缘政治影响。**地缘政治扰动或导致大宗商品生产贸易受阻或需求激增，进而引发大宗价格大幅波动，引发通胀上行、基本面大幅波动等风险。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

二、分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：(8621) 20333275

手机：18221959689

传真：(8621) 50585608

邮编：200125

东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：(8610) 59707105

手机：18221959689

传真：(8610) 59707100

邮编：100089